

**Die Auswirkungen restriktiver
Notenbankpolitik auf das
Finanzierungsverhalten von
Industrie-Aktiengesellschaften in der
Bundesrepublik Deutschland**

von

Dipl.-Kfm. Uwe Bestmann

aus

Neustadt / Holstein

1974

Die Auswirkungen restriktiver Notenbankpolitik auf das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland

Inaugural — Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
(Dr. rer. pol.)

an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

vorgelegt

von

Uwe Bestmann

aus

Neustadt in Holstein



Referent : Professor Dr. Oswald Hahn

Korreferent : Professor Dr. Ernst Dürr

Tag der mündlichen Prüfung : 19.6.1974

V o r w o r t

Die Anregung zu der vorliegenden Arbeit habe ich in den Seminaren meiner akademischen Lehrer, der Herren Prof. Dr. E.Dürr, Prof. Dr. W.Ehrlicher, Prof. Dr. O.Hahn und Prof. Dr. O.Issing erhalten.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Prof. Dr.Oswald Hahn für die Übernahme und Betreuung der Arbeit.

Der Deutschen Bundesbank und der Deutschen Bank A.G. danke ich für die Überlassung unveröffentlichten Materials.

Inhaltsverzeichnis

=====

Erster Teil :

Die Notenbank - Ziele und Wirkungen ihrer restriktiven Politik.	S. 1
A Die Notenbank, ihr Zielsystem und das zu seiner Realisierung anwendbare Instrumentarium.	S. 1
I. Die Notenbank und ihr Zielsystem.	S. 1
II. Das Instrumentarium der Notenbank.	S. 3
B Die Wirkungen restriktiver Notenbankmaßnahmen auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.	S. 5
I. Begriffsabgrenzung.	S. 5
a) Zum Begriff der restriktiven Notenbankpolitik.	S. 5
b) Zu den Begriffen Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.	S. 6
II. Die Wirkungen des restriktiv eingesetzten Instrumentariums auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.	S. 7
a) Die generelle Zielrichtung.	S. 7
b) Die Wirkungen auf die verschiedenen Märkte.	S. 9

Zweiter Teil :

Das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Abhängigkeit restriktiver Notenbankpolitik.	S. 13
A Die Finanzierung von Industrie-Aktiengesellschaften.	S. 13
I. Die Industrie-Aktiengesellschaft und ihr Kapitalbedarf.	
a) Charakterisierung der Industrie-Aktiengesellschaft.	S. 13
b) Der Kapitalbedarf der Industrie-Aktiengesellschaft.	S. 14

II. Die Finanzierungsmöglichkeiten des Kapitalbedarfs.	S. 15
a) Der Finanzierungsbegriff.	S. 15
b) Die Finanzierungsmöglichkeiten.	S. 15
1. Die Kapitalarten.	S. 17
2. Die Kapitalquellen.	S. 19
aa Die Außenfinanzierung.	S. 19
aa ₁ Die Außenfinanzierung mit Eigenkapital.	S. 19
aa ₂ Die Außenfinanzierung mit Fremdkapital	S. 20
bb Die Innenfinanzierung.	S. 22
B Hypothesen über die Wirkung restriktiver Notenbankmaßnahmen auf das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften.	S. 23
I. Der Einfluß restriktiver Notenbankpolitik auf die quantitative Finanzierung der Industrie-Aktiengesellschaften.	S. 24
a) Die Grundvoraussetzungen einer Wirkung restriktiver Notenbankpolitik auf das Finanzierungsverhalten.	S. 25
b) Annahmen über die Zinsempfindlichkeit von Industrie-Aktiengesellschaften.	S. 26
1. Zum Begriff der Zinsempfindlichkeit.	S. 26
2. Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei leistungswirtschaftlich bedingter Finanzierung.	S. 29
aa Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei der Finanzierung zum Zweck von Erweiterungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen.	S. 29
aa ₁ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Erweiterungsinvestitionen.	S. 34
aa ₂ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Ersatzinvestitionen.	S. 40
aa ₃ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Rationalisierungsinvestitionen.	S. 42

bb Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei der Finanzierung zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens.	S. 44
3. Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei finanzwirtschaftlich bedingter Finanzierung.	S. 46
4. Ergebnis.	S. 47
II. Der Einfluß restriktiver Notenbankpolitik auf die Art der Finanzierung bei Industrieaktiengesellschaften.	S. 48
a) Die Bestimmungsfaktoren der Finanzierungsart.	S. 49
b) Annahmen über das Verhalten in der Art der Finanzierung in Reaktion auf restriktive Notenbankpolitik.	S. 55
1. Generelle Annahmen zum Verhalten in der Art der Finanzierung während der Phasen restriktiver Notenbankpolitik.	S. 57
2. Annahmen über das Verhalten in der Innen- und Außenfinanzierung.	S. 60
aa Annahmen über das Verhalten in der Innenfinanzierung.	S. 60
bb Annahmen über das Verhalten in der Außenfinanzierung.	S. 61
aa ₁ Annahmen über das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Fremdkapital.	S. 61
aaa Annahmen über das Verhalten bei der Fristigkeit des zu finanzierenden Kapitals.	S. 61
bbb Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den verschiedenen Märkten für Fremdkapital.	S. 65
bbb ₁ Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den Märkten für langfristiges Fremdkapital.	S. 65
bbb ₂ Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den Märkten für mittel- und kurzfristiges Fremdkapital.	S. 74

aa ₂	Annahmen über das Finanzierungsverhalten mit außenfinanziertem Eigenkapital.	S. 80
cc	Ergebnis.	S. 85
C	Untersuchung im Hinblick auf das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften während verschiedener Phasen kontraktiver Notenbankpolitik am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland.	S. 87
I.	Charakterisierung der verschiedenen Phasen kontraktiver Notenbankpolitik sowie ihrer Auswirkungen auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.	S. 87
a)	Darstellung der kontraktiven notenbankpolitischen Phasen.	S. 87
1.	Phase 1.	S. 89
2.	Phase 2.	S. 92
3.	Phase 3.	S. 93
4.	Vergleich der drei Phasen kontraktiver Notenbankpolitik.	S. 98
b)	Die Auswirkungen der restriktiven Politik der Deutschen Bundesbank auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte in der Bundesrepublik Deutschland.	S.102
1.	Phase 1.	S.102
2.	Phase 2.	S.105
3.	Phase 3.	S.109
4.	Vergleichende Betrachtung zur Wirkung restriktiver Notenbankpolitik auf die Kredit- und Kapitalmärkte der Bundesrepublik Deutschland.	S.113
II.	Untersuchung des Finanzierungsverhaltens deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik.	S.120
a)	Die quantitative Finanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik.	S.120
1.	Prüfung der Zinsempfindlichkeit von leistungswirtschaftlich induzierten Finanzierungsanlässen.	S.121
aa	Prüfung der Zinsempfindlichkeit von Investitionen.	S.121
aa ₁	Phase 1.	S.121

aa ₂ Phase 2.	S. 123
aa ₃ Phase 3.	S. 128
aa ₄ Ergebnis.	S. 133
bb Prüfung der Finanzierung zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens auf ihre Zinsempfindlichkeit.	S. 136
2. Prüfung der finanzwirtschaftlich bedingten Finanzierung auf deren Zinsempfindlichkeit.	S. 138
3. Ergebnis.	S. 140
b) Die Art der Finanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.	S. 141
1. Untersuchung der Innenfinanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.	S. 141
aa Untersuchung der Innenfinanzierungsstruktur.	S. 145
2. Untersuchung der Außenfinanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.	S. 150
aa Das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Fremdkapital.	S. 150
aa ₁ Das Verhalten in Bezug auf die Fristigkeit des finanzierten Fremdkapitals.	S. 150
aa ₂ Das Finanzierungsverhalten auf den verschiedenen Märkten für Fremdkapital.	S. 152
aaa Das Verhalten auf den verschiedenen Märkten für langfristiges Fremdkapital.	S. 152
aaa ₁ Das Verhalten auf dem Rentenmarkt.	S. 152
aaa ₂ Das Finanzierungsverhalten auf internationalen Anleihemärkten.	S. 158

aaa ₃	Das Verhalten auf dem Markt für Schuldscheindarlehen.	S. 161
aaa ₄	Das Verhalten auf dem Markt für langfristige Bankkredite.	S. 165
bbb	Das Verhalten auf den verschiedenen Märkten für mittel- und kurzfristiges Fremdkapital.	S. 170
bbb ₁	Das Verhalten auf den inländischen Märkten für mittel- und kurzfristige Bankkredite.	S. 170
bbb ₂	Das Verhalten auf den ausländischen Märkten für kurz- und mittelfristige Bankkredite.	S. 175
bbb ₃	Das Verhalten bei der Finanzierung mit Lieferantenkrediten und Kundenanzahlungen.	S. 179
bb	Das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Eigenkapital.	S. 180
3.	Ergebnis.	S. 185
c)	Zusammenfassung.	S. 193
Verzeichnis der Tabellen		S. X
Verzeichnis der Abbildungen		S. XI
Verzeichnis der Abkürzungen		S. XII
Tabellen (Anhang)		S. XIII
Literaturverzeichnis		S. XLVIII
Lebenslauf		
Eidesstattliche Erklärung		

Verzeichnis der Tabellen

=====

Tab. 1	Phasen restriktiver Notenbankpolitik in der Bundesrepublik Deutschland 1957-1971.	S. 89
Tab. 2	Zinssätze der Deutschen Bundesbank.	S. 99
Tab. 3	Entwicklung der Diskont- und Lombardsätze sowie die einiger ausgewählter Sollzinssätze von 1958 - 1967.	S. 104
Tab. 4	Die Entwicklung ausgewählter Zinssätze sowie ihre Veränderung i.v.H. im Vergleich zur Vorperiode von Februar 1969 bis Mai 1971.	S. 111
Tab. 5	Die Veränderung ausgewählter Zinssätze in Phasen restriktiver Notenbankpolitik in der Bundesrepublik Deutschland 1959 - 1971.	S. 115
Tab. 6	Die Innen- und Außenfinanzierung bei Aktiengesellschaften der deutschen Industrie 1958 - 1971.	S. 142
Tab. 7	Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften der deutschen Industrie 1958 - 1971.	S. 146
Tab. 8	Die Emission von Aktien und Obligationen durch deutsche Industrieunternehmen am Kapitalmarkt 1958 - 1970.	S. 153
Tab. 9	Die Emission von Wandelanleihen durch deutsche Industrie-Aktiengesellschaften.	S. 156
Tab. 10	Die Emission von Anleihen am Euromarkt durch deutsche Industrieunternehmen.	S. 159
Tab. 11	Die Finanzierung deutscher Unternehmen in privater Hand durch Aufnahme von Schuldschein- und anderen Darlehen bei der deutschen Privatversicherungswirtschaft 1957 - 1970.	S. 162
Tab. 12	Kredite der deutschen Bankwirtschaft an deutsche Industrieunternehmen 1958 - 1967.	S. 166
Tab. 13	Kurzfristige Auslandskredite inländischer Unternehmen(ohne Kreditinstitute).	S. 178
Tab. 14	Die wesentlichen Kapitalerhöhungen deutscher Industrie-Aktiengesellschaften der Jahre 1969, 1970 bis einschl. Mai 1971.	S. 181

Tab. I	Renditen festverzinslicher Wertpapiere.	S. XIV
Tab. II	Durchschnittskurse und Durchschnittsrenditen deutscher Aktien.	S. XVI
Tab. III	Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften der deutschen Industrie 1958 - 1971.	S. XVII
Tab. IV	Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften der deutschen Industrie 1958-1971.	S. XXIV
Tab. V	Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt nach Wirtschaftsgruppen 1958-1970.	S. XXI
Tab. VI	Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach Wirtschaftsgruppen 1958 - 1968.	S. XXXVIII
Tab. VII	Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen der deutschen Industrie in Mio DM und deren Veränderungsraten in v.H. zum Vorquartal 1958-1968 .	S. XLIV
Tab. VIII	Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen der deutschen Industrie(ohne Hypothekarkredite auf gewerblich genutzte Grundstücke) Dezember 1969 - September 1971.	S. XLVII

Verzeichnis der Abbildungen

=====

Abb. 1	Die Entwicklung von ausgewählten Zinssätzen in der Bundesrepublik Deutschland von 1956 - 1971.	S. 116
Abb. 2	Die Entwicklung der Renditen umlaufender Pfandbriefe sowie Aktienemissionen und die Neuemissionsrenditen für Pfandbriefe 1958 - 1971.	S. 118

Verzeichnis der Abkürzungen

=====

AER	The American Economic Review
Bd.	Band
Bl.	Blätter
Bl.f.G.	Blätter für das gesamte Genossenschaftswesen
DB	Der Betrieb
Diss.	Dissertation
EI	Economia Internazionale
EJ	The Economic Journal
HDSW	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
JbfnÖ. u.Stat.	Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
Jg.	Jahrgang
N.F.	Neue Folge
ÖB	Österreichisches Bankarchiv
Vol.	Volume
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WiSta	Wirtschaft und Statistik
WWA	Weltwirtschaftliches Archiv
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zfbf,N.F.	Zeitschrift für betriebswirtschaft- liche Forschung, Neue Folge
Zfg Stw	Zeitschrift für die gesamte Staats- wissenschaft
Zfhf	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung

Erster Teil :

Die Notenbank - Ziele und Wirkungen ihrer restriktiven Politik.

A. Die Notenbank, ihr Zielsystem und das zu seiner Realisierung anwendbare Instrumentarium.

I. Die Notenbank und ihr Zielsystem.

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist wiederholt zu der Frage, was denn eigentlich eine Notenbank¹⁾ sei, Stellung bezogen worden.²⁾

Die verschiedenen Standpunkte können im Rahmen dieser Arbeit aus räumlichen Gründen nicht diskutiert werden. In Anlehnung an Oswald Hahn³⁾ wird die Zentralbank als eine Einrichtung verstanden, die zum Zwecke staatlicher Währungshoheit, die ihr übertragen worden ist⁴⁾, unternehmerisch disponiert und als anerkannte Währungsautorität fungiert.⁵⁾

1) Die Begriffe Notenbank, Währungsbank, Zentralbank und Zentralnotenbank sollen hier im gleichen Sinne Anwendung finden.

2) Vgl. Oswald Hahn, Das Instrumentarium der Währungsbank, Heft I, Rückersdorf 1968, S.4.

Vgl. Heinrich Rittershausen, Die Zentralnotenbank. Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt/ Main 1962, S. 57.

Vgl. Otto Veit, Grundriß der Währungspolitik, Frankfurt/Main 1962, S. 290.

3) Vgl. Oswald Hahn, Das Instrumentarium..., Heft I, a.a.O., S.4.

4) Dieses ist z.B. in der gesamten EWG mit Ausnahme von Luxemburg, "das als Bestandteil der belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion keine eigene Zentralbank besitzt", der Fall.
Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Hrsg., Die währungspolitischen Instrumentarien in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Brüssel 1962, S.13.

5) Dabei besitzen verschiedene Notenbanken unterschiedliche Unabhängigkeitsgrade, wie die o.a. Untersuchung der EWG zeigt.
Vgl. Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Hrsg., Die währungspolitischen..., a.a.O., S. 13ff.

Mit dieser Definition sind die möglichen Ziele¹⁾ und Tätigkeitsbereiche nur sehr vage angedeutet.

Die von der Zentralbank verfolgten Ziele werden im Schrifttum zumeist einheitlich mit der Erreichung der Geldwertstabilität, der Vollbeschäftigung und der des Zahlungsbilanzausgleichs umschrieben.²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾

Dabei erscheint die Realisierung aller drei Ziele zum gleichen Zeitpunkt und/ oder über einen mehr oder weniger langen Zeitraum hinweg unmöglich. Daher wird auch in diesem Zusammenhang vom "magischen Dreieck" der Währungspolitik gesprochen.⁶⁾

Im Rahmen dieser Politik versucht nun die Zentralbank die oben beschriebenen Ziele zu erreichen. Sie ist

-
- 1) Unter Ziel soll allgemein ein Tatbestand verstanden werden, der innerhalb eines bestimmten Zeitraumes angestrebt wird, sich aber nicht unbedingt während dieser Frist von selbst einstellt. Dabei kann sich zwischen der Ausgangslage und der angestrebten Situation ein Gegensatz ergeben. Dies muß aber nicht unbedingt der Fall sein.
 - 2) Vgl. Ernst Dürr, Time lags in der Geldpolitik, Systematik der Zusammenhänge, Ursachen und Verkürzungsmöglichkeiten, in: Kredit und Kapital, 3. Jg., Heft 2, S. 132.
 - 3) Vgl. Oswald Hahn, Das Instrumentarium..., Heft I, a.a.O., S. 39.
 - 4) Vgl. Helmut Lipfert, Einführung in die Währungspolitik, München 1964, S. 50 ff.
 - 5) Diesen drei Zielen können noch weitere Ziele hinzugefügt werden. So könnte z.B. das des Wachstums der Volkswirtschaft zusätzlich formuliert werden. Dabei kann es sich um ein viertes Ziel oder lediglich als eine Nebenbedingung zu einem der anderen Tatbestände handeln.
Vgl. zu weiteren Zielen z.B. Report of the Committee on the Working of the Monetary System, London 1959, Ziff. 69.
 - 6) Teilweise sind diese und/oder andere Zielsetzungen schon durch den Gesetzgeber vorgegeben, wobei allerdings oft die wünschenswerte Klarheit nicht gegeben ist.
Vgl. z.B. Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1957 (BGBl. I, S. 745) mit allen späteren Änderungen, § 3.

dazu aber nur in der Lage, wenn sie die gegenwärtige konjunkturelle Situation der Volkswirtschaft diagnostiziert und deren möglichen weiteren Verlauf bis zu einem bestimmten Zeitpunkt prognostiziert.¹⁾

Erst im Anschluß daran können die verschiedenen Ziele quantifiziert und in ihrer Stellung zueinander bestimmt werden.²⁾

In diesem Zusammenhang sprechen wir dann vom Zielsystem, welches für einen bestimmten Zeitraum festgelegt ist.

II. Das Instrumentarium der Notenbank.

Die Notenbank kann ihr Zielsystem nur erreichen, wenn es ihr gelingt, die Wirtschaftssubjekte zu strategiekonformer³⁾ Verhaltensweise zu beeinflussen.

Dieses kann durch die Variation bestimmter Aktionsparameter, auch "strategische Variable"⁴⁾ oder "strategische Faktoren"⁵⁾ genannt, geschehen.

Diese Aktionsparameter bilden die Geldmenge, der Zins und/oder die Liquidität der Wirtschaft.

Der Zentralbank steht nun zur Variation der Aktionsparameter ein umfangreiches Instrumentarium zur Verfügung. Dieses kann sie den Umständen und der Zielrichtung entsprechend in einem mehr oder weniger starken Umfang in Form von Maßnahmen einsetzen.

Hier soll lediglich eine Aufzählung des Notenbankinstru-

-
- 1) Allerdings müssen zumindest zwei Bedingungen gegeben sein, damit plausible Aussagen getroffen werden können:
 1. eine geeignete Theorie muß gegeben sein, und
 2. alle relevanten Informationen müssen schnell gewonnen und verarbeitet werden.
 - 2) Mögliche Unvereinbarkeiten zwischen zwei oder mehr Zielen müssen, wenn sie im Verlauf der Zielformulierung sichtbar werden, durch einen Kompromiß gelöst werden.
 - 3) Strategie liegt vor, wenn zwischen Aktions- und Erwartungsparameter eine funktionale Beziehung besteht.
 - 4) Ernst Dürr, Prozeßpolitik, in: Kompendium der Volkswirtschaftslehre, Bd.2, hrsg. von: Werner Ehrlicher, Ingeborg Esenwein-Rothe, Harald Jürgensen, Klaus Rose, Göttingen 1968, S. 209.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 4.

mentariums erfolgen, da in der Literatur¹⁾²⁾³⁾ eine detaillierte Beschreibung über die Wirkungsweise der verschiedenen Instrumente erfolgt ist.⁴⁾

Allerdings wird auf eine generelle Erklärung der Wirkungsweise nicht verzichtet.

Die verschiedenen notenbankpolitischen Instrumente sind:⁵⁾

1. Diskontpolitik
 - a) qualitative Diskontpolitik
 - b) Diskontsatzpolitik
 - c) quantitative Diskontpolitik
2. Lombardpolitik
 - a) qualitative Lombardpolitik
 - b) Lombardsatzpolitik
 - c) quantitative Lombardpolitik
3. Mindestreservenpolitik
4. Offenmarktpolitik
5. Intervention an den Devisenmärkten
6. Moral Suasion
7. Kreditrestriktionen und Kreditkontrolle
8. Einlagenpolitik mit öffentlichen Kassenreserven.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 3.

5) Klaus Wieners, Geldpolitik und Wirtschaftswachstum. Die Wirkungen der restriktiven Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum und seine Komponenten, Freiburg i. Br., 1969, S. 15.

1) Vgl. Oswald Hahn, Das Instrumentarium der Währungsbank, Heft I u. II, Rückersdorf 1968; Heft III, Rückersdorf 1970.

2) Vgl. Helmut Lipfert, Einführung in die Währungspolitik, a.a.O., S. 137 ff.

3) Vgl. Erich Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, III. Teil - Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung-, 11. verb. und erw. Auflage, Tübingen 1969, S. 67 ff.

4) Die Kenntnis der Wirkungsweise in ihrer Voraussetzung und Verlauf muß hier aus rein räumlichen Gründen vorausgesetzt werden.

5) Die Notenbankinstrumente sind, den verschiedenen methodologischen Ansätzen entsprechend, nach verschiedenen Kriterien systematisiert worden. Die Vielzahl der Ordnungsversuche lässt hier eine kritische Würdigung nicht zu.

Vgl. dazu: Oswald Hahn, Das Instrumentarium der Währungsbank, Heft I, a.a.O., S. 59 ff.

Das Instrumentarium wirkt, wenn überhaupt, nur indirekt. Dabei können zwischen Einsatz und angestrebter Wirkung mehr oder weniger große zeitliche Verzögerungen auftreten.¹⁾²⁾³⁾

B. Die Wirkungen restriktiver Notenbankmaßnahmen auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.

I. Begriffsabgrenzung.

a) Zum Begriff der restriktiven Notenbankpolitik.

Setzen wir die oben angestellten Überlegungen fort, so müssen wir die Notenbankpolitik⁴⁾ als "die Gesamtheit aller generellen und speziellen langfristig wirksamen Überlegungen, Absichten und Maßnahmen"⁵⁾ der Zentralbank definieren, die auf die Erreichung der im magischen Dreieck formulierten Ziele ausgerichtet sind.

Nun kann die Notenbank ihre Politik in Richtung, Form und Intensität nur aus der augenblicklichen konjunkturellen Lage der Volkswirtschaft⁶⁾ und deren mögliche Entwicklung formulieren und einsetzen. Der Grund liegt darin, daß bestimmte konjunkturelle Situationen⁷⁾ bestimmte schon erreichte Tatbestände gefährden bzw. anzustrebende Ziele ohne einen Eingriff nicht eintreten lassen. Die Währungsbank muß daher versuchen den Konjunkturver-

1) Vgl. Ernst Dürr, Time lags der Geldpolitik, a.a.O., S. 132.

2) Vgl. Heinrich Irmeler, Die geldtheoretische und geldpolitische Konzeption der Bundesbank, Referat vor dem 1. Seminar über Geldtheorie und Geldpolitik an der Universität Konstanz, gehalten im Juni 1970, unveröffentlichtes Manuskript, S. 18 ff.

3) Vgl. Warren L. Smith, On the Effectiveness of Monetary Policy, in: AER, Vol. XLVI (1956), S. 605.

4) Die Begriffe Notenbank-, Währungsbank-, Zentralbank- und Zentralnotenbankpolitik werden hier im gleichen Sinne gebraucht.

5) Helmut Lipfert, Einführung in die Währungspolitik, a.a.O., S. 1.

6) Volkswirtschaft und Währungsgebiet werden hier als kongruent betrachtet.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 6.

-lauf restriktiv¹⁾ oder expansiv zu beeinflussen. Ist die Zielrichtung ihrer Politik im Hinblick auf den Konjunkturverlauf kontraktiv, so sprechen wir von restriktiver Notenbankpolitik.

b) Zu den Begriffen der Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.

Bereits oben²⁾ war gesagt worden, daß durch die Variation bestimmter Aktionsparameter bestimmte Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte angestrebt werden.

Den ökonomischen Ort, an dem sich diese Verhaltensweisen einstellen sollen, bilden der Geld-, Kredit- und/ oder Kapitalmarkt

Unter Geldmarkt soll hier der Markt für "kurzfristige Kreditgeschäfte"³⁾ unter Geschäftsbanken verstanden werden.

Auf dem Kreditmarkt hingegen treten Geschäftsbanken, Kreditvermittler und andere Personen als Anbieter und Unternehmen, Haushalte sowie andere Personen als Nachfrager⁴⁾ von Kapital auf.

Als Kapitalmarkt soll hier lediglich der "organisierte Markt, also die Börse"⁵⁾ verstanden werden, der die beiden

Fortsetzung der Fußnoten von S. 5.

7) Unterstellt wird hier allgemein ein Konjunkturverlauf in Form einer Sinuskurve, wobei die Amplitude und Länge der Schwingung nicht eindeutig definiert werden können. Mit Hans Besters soll Konjunkturenentwicklung "als Schwankungen der Gesamtnachfrage um das zur Vollbeschäftigung der erforderlichen Produktionskapazität erforderliche Niveau" definiert werden. Hans Besters, Konjunktursteuerung- Stabilität muß nicht weh tun-, in: Wirtschaftswoche, Nr.48, 1970, S.76.

1) Die Bezeichnungen kontraktiv und restriktiv werden hier synonym verwendet.

2) Vgl. Erster Teil, Abschnitt A, II, S.3.

3) Oswald Hahn, Bankbetriebslehre, in: Schaeffers Grundriß des Rechts und der Wirtschaft, Abt. III: Wirtschaftswissenschaften, Hrsg. H.G. Schachtschabel, Bd. 85, Stuttgart/ Düsseldorf 1967, S. 37.

4) Vgl. Ernst Dürr, Prozeßpolitik, a.a.O., S. 208.

5) Ernst Dürr, Prozeßpolitik, a.a.O., S. 208.

Teilmärkte Aktien- und Rentenmarkt umfasst.¹⁾

II. Die Wirkungen des restriktiv eingesetzten Notenbankinstrumentariums auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.

a) Die generelle Zielrichtung.

Die verschiedenen Notenbankinstrumente werden von der Zentralbank entweder einzeln oder kombiniert in Form von Maßnahmen eingesetzt.²⁾

Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit wollen wir eine offene Volkswirtschaft mit einer frei konvertierbaren Währung bei festen Wechselkursen unterstellen.

Die generelle Zielrichtung restriktiver Notenbankpolitik

- 1) Eine derartige Trennung wird in der Literatur nicht immer vorgenommen. So differenziert Werner Ehrlicher in Geld- und Kapitalmarkt, die Teilmärkte des Kreditmarktes sind. Der Geldmarkt im engeren Sinne deckt sich weitestgehend mit der oben verwendeten Definition. Der Geldmarkt im weiteren Sinne schließt aber das Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken bis zu einer Fristigkeit von vier Jahren mit ein. Der Kapitalmarkt im engeren Sinne umfaßt den Markt für langfristige Wertpapiere, während durch den Marktbegriff im weiteren Sinne die gesamten Anlagen und Ausleihungen langfristiger Art einbezogen werden. Der begrifflichen Abgrenzung Werner Ehrlichers soll hier nicht gefolgt werden, weil durch die Vielfalt der Begriffe die Darstellung an Klarheit verlieren könnte.

Vgl. Werner Ehrlicher, Geldtheorie, a.a.O., S. 32.

Helmut Lipfert trennt die Märkte ähnlich wie wir, spricht aber nicht vom Kreditmarkt, sondern vom Kreditverkehr, weswegen auch der Abgrenzung von Lipfert nicht gefolgt werden soll.

Vgl. Helmut Lipfert, Der Geldmarkt, 3. erneut durchgesehene Auflage, Frankfurt/Main 1964, S. 11 ff.

- 2) Hier wird der Ansicht von Ernst Dürr gefolgt, daß die Notenbank über eine Theorie der Wirkungsweise des Notenbankinstrumentariums verfügen muß.
Vgl. Ernst Dürr, Prozeßpolitik, a.a.O., S. 205.
- 3) Dabei kann der Wechselkurs in sehr geringen Grenzen schwanken. Die jeweilige Währungsbank ist zur Stützung am unteren bzw. oberen Interventionspunkt verpflichtet.

ist im Hinblick auf die gegebenen oder sich möglicherweise entwickelnde konjunkturelle Lage der Volkswirtschaft so formuliert, daß bestehende oder sich abzeichnende Überhitzungserscheinungen abgebaut oder ex ante verhindert werden.

Dieser Effekt kann, wenn überhaupt, nur indirekt durch Variation der erwähnten strategischen Parameter erreicht werden. Die entsprechenden Wirkungen sollen sich bei den "realwirtschaftlichen Größen (Investition, Konsum und Produktion)"¹⁾ einstellen.

Die Wirtschaftssubjekte sollen und können also nur durch die Variation der Bedingungen an den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten zu entsprechenden Verhaltensweisen beeinflusst werden.²⁾

Beschränken wir unsere weiteren Überlegungen lediglich auf den Kreis der Industrie-Aktiengesellschaften³⁾, so sollen diese im Rahmen restriktiver Notenbankmaßnahmen zu verminderten Investitionen veranlasst werden.

Die Notenbank kann diese Zielsetzung nur erreichen, wenn sie die Kapitalangebotsbedingungen auf den Kredit- und Kapitalmärkten so ungünstig beeinflusst, daß die Industrie-Aktiengesellschaften daraufhin weniger Kapital nachfragen.

Können oder wollen diese Unternehmen ihren Kapitalbedarf nicht an anderer Stelle finanzieren, so muß sich die verminderte Kapitalnachfrage in einem insgesamt niedrigeren Investitionsvolumen niederschlagen.⁴⁾

Ob nun die Industrie-Aktiengesellschaften überhaupt zu einer derartigen Verhaltensweise veranlasst werden können, soll im folgenden Teil der Arbeit erörtert werden.

1) Manfred Willms, Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, in: WiSt, 1.Jg. (1972), Heft 10, S. 442.

2) Wenn kein anderer Hinweis erfolgt, sind hier immer der nationale Geld-, Kredit- und/oder Kapitalmarkt gemeint.

3) Zur Abgrenzung des Begriffes Industrie-Aktiengesellschaft vgl. Zweiter Teil, A, I, a, S. 13.

4) Dabei soll hier zunächst unterstellt werden, daß die Unternehmen ihren Kapitalbedarf nicht durch andere Maßnahmen als Senkung des Investitionsvolumens variieren.

b) Die Wirkungen auf die verschiedenen Märkte.

In Abhängigkeit der gegebenen Situation und der angestrebten Zielkonzeption werden die verschiedenen Instrumente einzeln oder kombiniert eingesetzt.¹⁾

Erhöhung der Diskont- und/oder Lombard- und/oder Mindestreservesätze. Offenmarktoperationen in Form von Wertpapierverkäufen. Einschränkungen des diskont- und/ oder lombardfähigen Materials. Senkung der Re-diskont- und/oder Lombardkontingente.

Interventionen an den Devisenmärkten zur Gestaltung von günstigeren Nettozinssatzdifferenzen für Geschäftsbanken, die Liquidität im Ausland anlegen wollen.

Schließlich Apelle und Aufforderungen an die Wirtschaftssubjekte bestimmte Handlungen zu unterlassen bzw. vorzunehmen.

-
- 1) Die Darstellung der verschiedenen Techniken ist in ihrer Wirkungsweise einschließlich der dafür notwendigen Voraussetzungen an verschiedenen Stellen erfolgt. Sie wird als bekannt vorausgesetzt. Vgl. dazu insbesondere:

Ernst Dürr, Prozeßpolitik, a.a.O., S. 205 ff.

Hermann Fögen, Geld- und Währungsrecht, München 1969, passim.

Oswald Hahn, Das Instrumentarium ..., Heft I u. II, a.a.O., passim.

Helmut Lipfert, Einführung in die Währungspolitik, a.a.O., S. 233 ff.

Heinrich Rittershausen, Die Zentralnotenbank. Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt/ Main 1962, passim.

Günter Schmolders, Geldpolitik, 2. neu bearb. Auflage, Tübingen/Zürich 1968, passim.

Deutsche Bundesbank, Die Währungspolitischen Institutionen, Sonderdruck des Kapitels "Bundesrepublik Deutschland" der von der EWG herausgegebenen Studie "Die Währungspolitik in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft - Institutionen und Instrumente-", o.O., o.J., S. 28ff.

Die Wirkungen, die sich infolge der ergriffenen restriktiven Notenbankmaßnahmen auf den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten einstellen sollen, sind folgender Art.¹⁾

Zunächst soll sich das Zinsniveau auf den Geld- und Kreditmärkten erhöhen. Der gleiche Effekt wird für den Rentenmarkt angestrebt. Gleichzeitig wird erwartet, daß das Kursniveau am Aktienmarkt sinkt.

Wirtschaftssubjekte, die Kredite nachfragen, werden diese nur noch zu erhöhten Zinssätzen erhalten. Dieses gilt nicht nur für Bankkredite, sondern auch für die meisten anderen Fremdkapitalien. Hier vor allen Dingen für Kredite der großen Kapitalsammelstellen.

Auch am Rentenmarkt wird das Zinsniveau entsprechend anziehen.

Hinzu kommt, daß die potentiellen Kreditgeber ihre Bereitschaft Kredite zu gewähren möglicherweise herabsetzen.

Daher müssen die Wirtschaftssubjekte damit rechnen, daß sie im weiteren Verlauf einer Phase restriktiver Notenbankpolitik schwerer Kredite erhalten.

Schließlich werden Unternehmen, die Eigenkapital durch Emission von Aktien am Kapitalmarkt erhalten können, dieses bei verschlechtertem Emissionsklima nur zu ungünstigeren Bedingungen erhalten können.

-
- 1) Wir haben hier die Wirkungen der Instrumente "Kreditrestriktionen und Kreditkontrolle" sowie "Einlagenpolitik mit öffentlichen Kassenreserven" nicht gesondert aufgeführt, da diese Instrumente im Gegensatz zu den oben erwähnten seltener eingesetzt werden.
 - 2) In der Literatur wird zumeist darauf hingewiesen, mit welchen Mitteln die Geschäftsbanken, aber auch andere Wirtschaftssubjekte versuchen, die restriktive Notenbankpolitik zu unterlaufen. Wir setzen die Kenntnis darüber voraus. Soweit Industrie-Aktien-gesellschaften derartige Versuche unternehmen können, werden wir darauf im weiteren Verlauf dieser Arbeit eingehen. Vgl. zu den vielfältigen Möglichkeiten die Notenbank zu umgehen:
Ernst Dürr, Prozeßpolitik, a.a.O., S. 207 ff.

Nehmen wir einmal an, daß diese Wirkungen an den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten eintreten.¹⁾ Dann können die Wirtschaftssubjekte, wenn überhaupt, Kapital nur zu erschwerten Bedingungen erhalten.

Damit hat nun aber die Notenbank im Rahmen ihrer Möglichkeiten die Voraussetzungen geschaffen, daß die Wirtschaftssubjekte weniger Kapital nachfragen.

Es stellt sich nun aber die Frage, ob die erschwerten Bedingungen allein eine hinreichende Voraussetzung für die Senkung der Kapitalnachfrage darstellen.

Die Wirtschaftssubjekte können zunächst einmal durch die Änderungen der Marktsituationen völlig unberührt bleiben. Dann würde sich die Nachfrage gar nicht verändern.

Oder es können Nachfragestrukturveränderungen eintreten. Dieses in der Form, daß die Kapitalnachfrager auf andere Märkte des In- und/oder Auslandes ausweichen, die von der Notenbank nur bedingt beeinflusst werden können.

Zusätzlich oder unabhängig davon können Nachfragestrukturveränderungen im Hinblick auf die Art und Fristigkeit des Kapitals eintreten.

Tritt dieser Fall in irgendeiner Form ein, so kann nicht mehr auf eine strategiekonforme Verhaltensweise geschlossen werden.

Wir wollen nun im weiteren Verlauf dieser Arbeit der Frage nachgehen, ob eine bestimmte Wirtschaftsgruppe, nämlich die Industrie-Aktiengesellschaften, in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik die Kapitalnachfrage einschränkt.

1) Dies muß nicht unbedingt der Fall sein, da durch zinsinduzierten Kapitalzufluß aus dem Ausland, Kapitalzufluß durch Repatriierung von Kapital durch inländische Kreditinstitute und/oder Geldzufluß aus dem Ausland bei aktiver Leistungsbilanz die angestrebten Wirkungen nicht oder nur teilweise eintreten können. Daneben besteht eine ganze Reihe von weiteren Möglichkeiten, die die Wirkungen restriktiver Notenbankmaßnahmen nur teilweise oder verspätet auf die Märkte durchschlagen lassen. Damit wären die Voraussetzungen für eine wirk-same Politik aber nur zum Teil oder gar nicht gegeben.

Außerdem interessiert uns hier unabhängig von dem Ergebnis ein weiteres Problem.

Es ist die Frage, ob diese Unternehmen infolge der restriktiven Notenbankpolitik ihr Nachfrageverhalten auf den verschiedenen Märkten für die unterschiedlichen Kapitalien verändern.

Das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Abhängigkeit restriktiver Notenbankpolitik.

A. Die Finanzierung von Industrie-Aktiengesellschaften.

I. Die Industrie-Aktiengesellschaft und ihr Kapitalbedarf.

a) Charakterisierung der Industrie-Aktiengesellschaft.

Grundsätzlich ist die industrielle Unternehmung¹⁾ eine Betriebswirtschaft, die durch die besondere Art ihrer Leistungserstellung gekennzeichnet ist. Dieses ist die "Produktion im technologischen Sinne, d.h. Stoffgewinnung oder Stoffverarbeitung."²⁾³⁾

Zwar ist die typologische Abgrenzung zu Unternehmen, die eine Stoffgewinnung oder -verarbeitung nicht durchführen, einfach. Sie bereitet aber gewisse Schwierigkeiten gegenüber Handwerksbetrieben.

Die Ursache liegt darin, daß Industrieunternehmen teilweise auch Verfahren des Handwerks anwenden, während andererseits das Handwerk industrielle Verfahrenstechniken einsetzt.

Als einzige Abgrenzung bietet sich damit hier die Nichteintragung in die Handwerksrolle an. Unternehmen, die also nicht in die Handwerksrolle eingetragen sind aber ansonsten durch die oben gekennzeichnete Leistungserstellung charakterisiert sind, bezeichnen wir als Industrie-Unternehmen. Zu diesem Kreis gehören auch die Industrie-Aktiengesellschaften.

Diese sind zusätzlich durch ihre besondere Rechtsform gekennzeichnet⁵⁾.

1) Die Begriffe Unternehmen und Unternehmen sollen hier synonym gebraucht werden.

2) Karl Hax, Industriebetrieb, in: HDSW, 5. Band, Stuttgart/ Tübingen/ Göttingen 1956, S. 243.

3) Vgl. Karlheinz Haberlandt, Das Wachstum der industriellen Unternehmung, Neuwied/ Berlin 1970, S. 15.

4) Vgl. Karl Hax, Industriebetrieb, a.a.O., S. 244.

5) Vgl. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGR I, I, S. 1089).

b) Der Kapitalbedarf der Industrie-Aktiengesellschaft.

Wie jede andere Betriebswirtschaft, so benötigt die Industrie-Aktiengesellschaft zur Lösung ihrer Aufgabenstellung einen bestimmten Umfang an Kapitalien.

Hier soll unter "Kapital ... im Sinne der (Bestände-) Bilanz Verbindlichkeiten der Unternehmung gegenüber Dritten oder dem Eigentümer verstanden werden!"¹⁾

Dieses Kapital ist oder wird im Zeitablauf im Anlage-, Umlaufvermögen, Arbeits- oder Dienstleistungen und/oder Forderungen des Unternehmens an Dritte gebunden und wieder freigesetzt.²⁾³⁾

Die Komponenten des Kapitalbedarfs sind in der Literatur unterschiedlich erfasst und systematisiert worden.

Wir sind mit Oswald Fahn der Meinung, daß drei Komponenten den Kapitalbedarf bestimmen. Es sind dies die Mengen-, Zeit- und Wertkomponente.⁴⁾⁵⁾

Die Mengenkomponeute ist die Summe "der Einsatzfaktoren der Unternehmung (Arbeit, Betriebsmittel und Werkstoff) und das Kombinationsergebnis."⁶⁾

1) Oswald Hahn, Das Wesen der Finanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S.22.

2) Vgl. Erich Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, Die Finanzen, Berlin/Heidelberg/ New York 1969, S. 5 ff.

3) Vgl. N.J. Polak, Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, Berlin/ Wien 1926, S.82 ff.

4) Vgl. Oswald Hahn, Finanzierungssurrogate als Mittel der Kapitaleinsparung, in Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 106f.

5) Hier soll nur auf zwei weitere Systeme hingewiesen werden:

Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 12 ff. Seine fünf Hauptdeterminanten entsprechen der Mengen- und Zeitkomponente von Oswald Hahn. Gutenberg hält aber das Preisniveau im Verlauf seiner Abhandlung konstant, weswegen dem Ansatz hier nicht gefolgt wird.

6) Oswald Hahn, Finanzierungssurrogate..., a.a.O., S. 106.

Die Zeitkomponente ist mit der Einflußgröße "Prozeßgeschwindigkeit" von Erich Gutenberg¹⁾ identisch, während die Wertkomponente die "Preise der Einsatzfaktoren"²⁾ erfaßt.

Die Höhe des Kapitalbedarfs kann nun durch die Variation der Komponenten beeinflusst werden, was in der Literatur eingehend beschrieben worden ist.³⁾⁴⁾

Ein gegebener Kapitalbedarf muß aber, soweit er nicht durch die Variation der Hauptkomponenten gegen Null gebracht werden kann, durch entsprechende Kapitalbeschaffung gedeckt werden. Dies ist der Regelfall.

II. Die Finanzierungsmöglichkeiten des Kapitalbedarfs. a) Der Finanzierungsbegriff.

Die Deckung eines gegebenen Kapitalbedarfs durch eine entsprechende Kapitalbeschaffung soll hier als Finanzierung bezeichnet werden, denn das "Wesen der Finanzierung (liegt) in der Kapitalbeschaffung."⁵⁾⁶⁾

Dieser Finanzierungsbegriff deckt sich nicht mit dem Karl Rößles, da dieser "die Kapitaldispositionen und -operationen im Leben einer Betriebswirtschaft"⁷⁾ in seinen Finanzierungsbegriff einbezieht. Hierdurch wird einmal der Begriff Finanzierung mit dem der Finanzwirtschaft gleichgesetzt, zudem aber auch eine Vorherrschaft dieses Funktionsbereiches gegenüber den anderen

1) Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 44f.

2) Oswald Hahn, Finanzierungssurrogate..., a.a.O., S. 107.

3) Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 16ff.

4) Vgl. Oswald Hahn, Finanzierungssurrogate..., a.a.O., S. 107 f.

5) So auch W.Prion, der zwar zunächst in diesem Zusammenhang nicht nur von der Beschaffung des Kapitals, sondern auch von seiner "Anordnung während des Betriebes" spricht, dann aber den Finanzierungsbegriff nur für die Kapitalbeschaffung angewendet wissen will. W.Prion, Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S.2ff.

6) Oswald Hahn, Das Wesen der Finanzierung, a.a.O., S.20.

7) Karl Rößle, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 3. unveränderte Auflage, Stuttgart 1953, S.64.

Bereichen aufgebaut. Aus diesem Grund kann dieser Finanzierungsbegriff hier keine Anwendung finden.

Helmut Lipfert¹⁾²⁾ kommt auf Grund eines anderen Kapitalbegriffes zu seinem Finanzierungsterminus.

Danach ist Finanzierung der "Zufluß, Abfluß und Umschichtung des konkreten (=Vermögen) und/oder abstrakten (=Passivseite der Bilanz) Kapitals".³⁾ Durch die Einbeziehung der Aktivseite der Bilanz setzt Lipfert den Begriff Finanzierung mit dem der Finanzwirtschaft gleich, weswegen wir auch diesen Begriff hier nicht anwenden wollen.⁴⁾

Im weiteren Verlauf wollen wir uns daher auf den eingangs erwähnten Finanzierungsbegriff beziehen, Finanzierung also als Kapitalbeschaffung verstehen.

b) Die Finanzierungsmöglichkeiten.

Die Beschaffung des notwendigen Kapitalbedarfs ist durch eine Finanzierung mittels verschiedener Kapitalarten aus unterschiedlichen Kapitalquellen möglich.

Dadurch soll hier nicht unterstellt werden, daß eine Notwendigkeit der Finanzierung durch eine Kapitalart aus einer Quelle besteht. Vielmehr wird der Kapitalbedarf zumeist aus verschiedenen Kapitalquellen durch unterschiedliche -arten beschafft.

Dieses führt, entsprechend der Zahl an Kombinationsmöglichkeiten, zu einer Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten.

-
- 1) Vgl. Helmut Lipfert, Optimale Unternehmensfinanzierung, Frankfurt a.M. 1967, S. 12f.
 - 2) Eine ähnliche Auffassung vertritt auch Karl Hax Vgl. Karl Hax, Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Köln und Opladen 1958, S. 466 ff.
 - 3) Helmut Lipfert, Optimale Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 12.
 - 4) Lipfert vermeidet durch einen Kunstgriff die Dominanz dieses Funktionsbereiches über die anderen, indem er in derivative und originäre Finanzierung trennt.

Vgl. Helmut Lipfert, Optimale Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 13 ff.

1. Die Kapitalarten.

Grundsätzlich wird in der Literatur¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾ zwischen Eigen- und Fremdkapital differenziert, was sich aus den unterschiedlichen Rechten und/oder Pflichten der kapitalgebenden Personen ergibt.

Das Eigenkapital ist mit ganz bestimmten Herrschafts- und Vermögensrechten⁶⁾, dem "Anspruch auf Gewinnbeteiligung"⁷⁾ sowie der Verpflichtung einer bestimmten Verlustbeteiligung⁸⁾ ausgestattet.

Das Fremdkapital hingegen hat "lediglich einen Anspruch auf Rückzahlung des Nominalbetrages und Zahlung der vereinbarten Zinsen".⁹⁾

Allerdings kann durch Einschränkung der Rechte oder Hinzufügung oft eine Kapitalart nicht oder nur ungenügend dem Eigen- oder Fremdkapital zugeordnet werden.¹⁰⁾¹¹⁾

-
- 1) Vgl. Liesel Beckmann, Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, zweite durchgesehene Auflage, Stuttgart 1956, S.15 f.
 - 2) Vgl. Erich Gutenberg, Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958, S. 99 f.
 - 3) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalformen: Eigen- und Fremdfinanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 27 ff.
 - 4) Vgl. Karl Rössle, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, a.a.O., S. 64.
 - 5) Vgl. Curt Sandig, Finanzen und Finanzierung der Unternehmung, Stuttgart 1968, S. 17.
 - 6) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalformen, a.a.O., S. 28.
 - 7) Ebenda.
 - 8) Diese hängt ganz von der Unternehmensform ab.
 - 9) Oswald Hahn, Die Kapitalformen, a.a.O., S.28.
 - 10) Aus räumlichen Gründen können hier nur die verschiedenen Formen aufgezählt werden. Es handelt sich dabei um "unvollständige Eigenkapitalien", zu denen die stimmrechtslose Vorzugsaktie zählt. Die zweite Gruppe bilden "Fremdkapitalien mit Eigenkapitalrechten" worunter Gewinnobligation, partiarisches Darlehen und Optionsanleihe fallen. Neben der Sonderform, die das Gesellschafterdarlehen darstellt, zählt Hahn noch die Genuß- und Partizipations-scheine sowie Rückstellungen und steuerlich begünstigte Rücklagen zu den Mischformen. Oswald Hahn, Die Kapitalformen, a.a.O., S. 30 f.
 - 11) Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 128 f.

Eigenkapital bildet bei Industrie-Aktiengesellschaften das Grundkapital sowie das Agio aus Kapitalerhöhungen, der Gewinnvortrag bis zu seiner Verteilung im kommenden Geschäftsjahr sowie alle offenen Rücklagen, soweit diese nicht steuerbegünstigt sind.¹⁾

Fremdkapital bilden sämtliche Kredite an die Unternehmung.

1) Vgl. Oswald Hahn, Das Wesen der Finanzierung, a.a.O., S. 32.

Die Quellen, aus denen der Kapitalbedarf finanziert werden kann, liegen einmal innerhalb der Unternehmung. Kapitalbeschaffung aus diesen Quellen wird als Innenfinanzierung bezeichnet.

Von Außenfinanzierung wird gesprochen, wenn die Kapitalbeschaffung aus Quellen, die außerhalb der Unternehmung liegen erfolgt.

aa Die Außenfinanzierung.

Die Beschaffung des Kapitalbedarfs durch Aufnahme von Eigen- oder/und Fremdkapital kann über den organisierten Markt, die Börse, oder/und über andere Märkte mit oder ohne Einschaltung von Finanzmaklern erfolgen.

Soweit Unternehmen sich Eigen- und/oder Fremdkapital über die Börse beschaffen können, werden sie hier als emissionsfähig bezeichnet.¹⁾

Die Märkte für die Kapitalbeschaffung können im eigenen oder fremden Währungsgebiet liegen.

aa₁ Die Außenfinanzierung mit Eigenkapital.

Zwei verschiedene Wege können bei der Außenfinanzierung mit Eigenkapital in Betracht gezogen werden.

Einmal können die bisherigen Kapitalgeber angesprochen werden, während bei der anderen Möglichkeit ein neuer Personenkreis angesprochen werden kann.

In der Regel werden die nicht-emissionsfähigen Industrie-Aktiengesellschaften eher als die emissionsfähigen gezwungen sein die bisherigen Anteilseigner anzusprechen. Dies liegt daran, daß über den transparenten Markt der Börse einem größeren Kreis von Kapitalanlegern die entsprechende Emission angeboten werden kann.

Nicht-emissionsfähige Unternehmen können sich entweder direkt an die potentiellen Kapitalgeber wenden, oder aber diese durch Einschaltung von Finanzmaklern, ihre Hausbanken und/oder entsprechende Anzeigen in Zeitungen zu gewinnen suchen.

1) Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 137.

2) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalquellen: Außen- und Innenfinanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch..., a.a.O., S. 66f.

aa₁ Die Außenfinanzierung mit Fremdkapital.

Grundsätzlich ist die Außenfinanzierung mit Fremdkapital eine Kreditfinanzierung¹⁾²⁾, da das Fremdkapital, welcher Fristigkeit es auch immer ist, zu irgendeinem Zeitpunkt an den oder die Gläubiger zurückgezahlt werden muß.

Das Fremdkapital kann bei einer Reihe von Personen durch oder ohne Einschaltung von Personen und/oder Institutionen nachgefragt werden.

Diese Finanzierungsquellen sind:³⁾"

1. Banken
2. Lieferanten
3. Sonstige Personengruppen⁴⁾
4. Kapitalmarkt"

Da eine Krediteinräumung für den Gläubiger immer ein gewisses Verlust-, Liquiditäts- und Sicherheitsrisiko bedeuten kann⁵⁾⁶⁾⁷⁾, erhält eine Unternehmung nur dann einen Kredit, wenn der potentielle Gläubiger von deren Kreditwürdigkeit⁸⁾ und -fähigkeit überzeugt ist.

1) Vgl. **Liesel** Beckmann, Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, a.a.O., S.16.

2) Vgl. Curt Sandig, Finanzen ..., a.a.O., S. 17.

3) Dieter Schneider, Investition und Finanzierung, 2.verbesserte Auflage, Opladen 1971, S.139.

4) Natürliche und juristische Personen.

5) Vgl. Lutz Raettig, Finanzierung -Eigenkapital- und Kreditwürdigkeit-, in: Wirtschaftswoche Nr.3, 1971, S. 29.

6) Vgl. Howard D. Grosse, Management Policies for Commercial Banks, 2nd Printing, Englewood Cliffs/New York 1963, S. 59 f.

7) Vgl. Karl Friedrich Hagenmüller, Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959, S. 270.

8) Die Kreditwürdigkeit kann sich hier nur auf die Geschäftsleitung beziehen.

In erster Linie werden sich die Industrie-Aktiengesellschaften die notwendigen Kredite bei den Banken beschaffen können.¹⁾

Daneben besteht grundsätzlich die Möglichkeit der Fremdfinanzierung durch Lieferantenkredite.

Die Beschaffung von Fremdkapital bei sonstigen Personen steht dagegen nicht allen Industrie-Aktiengesellschaften offen, da nicht immer die Anforderungen der Fremdkapitalanbieter erfüllt werden können.²⁾

Zu diesem kreditgebenden Personenkreis gehören neben den Eigentümern der Unternehmung die Geschäftsfreunde, Arbeitnehmer, die öffentliche Hand, Versicherungsunternehmen und andere Personen.³⁾ Dabei können die Kreditanbieter direkt oder durch die Einschaltung von Finanzmaklern angesprochen werden.

Die Fremdkapitalbeschaffung über die Börse steht nur wenigen Industrie-Aktiengesellschaften offen, wenn auch generell der Kreis der emissionsfähigen Unternehmen größer ist als bei der Eigenkapitalfinanzierung auf dem gleichen Wege.⁴⁾

-
- 1) Dabei besteht die Möglichkeit der Kreditfinanzierung bei Universalbanken, die die gesamte Palette des Kreditgeschäfts im Rahmen der Geld- und Kreditschäfte bereithalten und/oder bei Spezialkreditinstituten des kurz- oder langfristigen Kreditgeschäfts.

Vgl. Karl-Friedrich Hagenmüller, Der Bankbetrieb, Band II, Aktivgeschäfte und Dienstleistungsgeschäfte, Wiesbaden 1964, S. 15 ff.

Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalquellen..., a.a.O., S. 74 f.

- 2) So z.B. die Finanzierung durch ein Schuldscheindarlehen von Versicherungsunternehmen. Durch die hohen Besicherungsanforderungen, die sich aus den strengen Anlagevorschriften der Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen ergeben, ist der Kreis der Unternehmen, die derartige Darlehen erhalten können, sehr eingeschränkt.

Vgl. Malte v. Bahren und Helmut Waegner, Vertragsgestaltung bei Schuldscheindarlehen, Sonderdruck aus Versicherungswirtschaft, Nr.1, 1963, S.4.

Vgl. Hans E. Büschgen, Schuldscheindarlehen als Mittel industrieller Finanzierung, in: Bl.f.G., Nr. 17, 1965, S. 261.

bb Die Innenfinanzierung.

Innenfinanzierung liegt dann vor, wenn eine Gewinnerzielung erfolgt ist, der gesamte Gewinn oder aber nur Teile davon im Unternehmen verbleiben.¹⁾²⁾³⁾⁴⁾

Träger der Selbstfinanzierung sind die Eigentümer der Unternehmung oder der Fiskus.⁵⁾

Eigenkapital sind dabei der Gewinnvortrag sowie die offenen Rücklagen, die nicht steuerbegünstigt sind.

Fremdkapital stellen die Rückstellungen dar, während die steuerbegünstigten offenen Rücklagen sowie die stillen Rücklagen nicht eindeutig dem Eigen- oder Fremdkapital zugeordnet werden können. Sie bilden sogenannte Mischformen.⁶⁾

1) Und zwar für einen begrenzten oder unbegrenzten Zeitraum, also z.B. von der Erwirtschaftung von Gewinnen bis zu ihrer Ausschüttung.

2) Die Termini Innen- und Selbstfinanzierung werden hier synonym verwendet.

3) Unter Gewinn wird hier Periodengewinn verstanden, wie er im Jahresabschluß errechnet werden kann, nicht aber ein irgendwie festgelegter Stückgewinn.

4) Karl Hagest ist dagegen der Meinung, daß Selbstfinanzierung nur vorliegt, wenn die Mittel für neue Betriebszwecke eingesetzt werden, also Zweckbindung vorliegt.
Vgl. Karl Hagest, Selbstfinanzierungen des Betriebes, Stuttgart 1952, S. 36.

5) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalquellen..., a.a.O., S. 95f.

6) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalformen ..., a.a.O., S. 32.

B. Hypothesen über die Wirkung restriktiver Notenbankmaßnahmen auf das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften.

In der Regel können wir davon ausgehen, daß Industrie-Aktiengesellschaften zwischen den verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten wählen können und dies auch tun.

Dabei bildet das Verhalten des Unternehmens bezüglich der Gestaltung des gesamten Finanzierungsvolumens sowie der Art seiner Beschaffung immer den Schlußakt einer ganzen Reihe vorhergegangener Überlegungen, formulierter Absichten und durchgeführter Maßnahmen.¹⁾

Das Finanzierungsverhalten kann nun nicht isoliert im Hinblick auf das Finanzierungsvolumen und seine quantitative Variation betrachtet werden. Vielmehr ist es denkbar, daß sich im Zeitablauf neben oder unabhängig von Voluminavariationen qualitative Veränderungen der Finanzierungsstrukturen ergeben können.²⁾

Zwar zielt restriktive Notenbankpolitik auf verringerte Finanzierungsvolumina ab, aber als Zusatzeffekt können sich Strukturveränderungen ergeben.

Wir wollen daher aus methodischen Gründen unsere Annahmen über die möglichen Wirkungen restriktiver Notenbankpolitik auf das Finanzierungsverhalten in zwei Schritten formulieren.

Zunächst werden wir fragen, ob sich das Finanzierungsvolumen der Industrie-Aktiengesellschaften in Reaktion auf kontraktive Notenbankpolitik überhaupt ändern würde.

Im zweiten Schritt werden wir überlegen, ob sich in Phasen restriktiver Notenbankpolitik die Struktur des Finanzierungsvolumens dieser Betriebswirtschaften verändern könnte. Dabei kann dann zugleich die mögliche Volumensveränderung berücksichtigt werden.

1) Vgl. Curt Sandig, Betriebswirtschaftspolitik, 2. völlig neu bearbeitete Auflage von Führung des Betriebes, Stuttgart 1966, S. 115.

2) Die verschiedenen Komponenten, die für die quantitative und qualitative Gestaltung des Volumens und somit für das Finanzierungsverhalten relevant sind, werden im folgenden Abschnitt berücksichtigt.

I. Der Einfluß restriktiver Notenbankpolitik auf die quantitative Finanzierung der Industrie-Aktiengesellschaften.

Im Rahmen dieser Teiluntersuchung müssen wir zunächst einmal Prämissen setzen, die wir später wieder aufheben werden.

Die erste Prämisse besagt, daß die Kapitalpreise¹⁾ auf allen inländischen Märkten für das einzelne Unternehmen gleich sein sollen. Damit wird nicht das Modell eines vollkommenen Marktes eingeführt.²⁾ Lediglich eine denkbare unterschiedliche Zinsentwicklung für verschiedene Kapitalarten soll ausgeschlossen werden.³⁾

Wir hatten bereits oben für diese Arbeit eine offene Volkswirtschaft mit festen Wechselkursen und freier Konvertibilität unterstellt.

Diese Bedingung soll hier nicht aufgegeben werden. Allerdings, und dies ist die zweite Prämisse, wollen wir unterstellen, daß die Finanzierungskosten auf ausländischen Märkten immer über denen des Inlandes liegen.

1) Wir wollen im Zusammenhang mit dem Kapitalpreis auch im gleichen Sinne von Zins sprechen, denn dieser ist "die Summe der betreffenden Kapitalkosten, bezogen auf die betreffende finanzwirtschaftliche Einheit: der jährliche Kapitalkostensatz (% p.a.)." Oswald Hahn. Die Wahlkriterien finanzwirtschaftlicher Entscheidungen, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung. a.a.O., S. 134. Soweit es erforderlich wird, werden an geeigneter Stelle zu den verschiedenen Kapitalpreisen und -arten Ausführungen vorgenommen. Die allgemeinen Kenntnisse hierzu werden aber als bekannt vorausgesetzt.

2) Diesen Lösungsansatz finden wir bei Franz-Ulrich Willecke und Oswald Hahn in Teilbereichen ihrer hier angeführten Untersuchungen. Und letztlich haben unsere Überlegungen die gleiche Zielsetzung, nämlich den Zins als einzige Determinante der Kapitalnachfrage herauszuschälen. Wir wollen hier nur die Möglichkeit offenlassen, daß jedes Unternehmen den individuellen Umständen entsprechend einen ihm entsprechenden Kapitalpreis zahlt. Diese Möglichkeit bietet das Modell des vollkommenen Marktes nicht. Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Rentabilität der Universalbanken, in: Sparkasse, 84 Jg. (1967), Heft 1, S. 5. Vgl. Franz Ulrich Willecke, Betrachtungen zur Unvollkommenheit des Kreditmarktes, in: JbfnÖUStat, Bd. 167 (1955), S. 16.

Durch diese Kunstgriffe haben wir die Bedingungen geschaffen, nach denen die Industrie-Aktiengesellschaften in ihrer Kapitalnachfrage auf Zinssteigerungen reagieren müssten, wenn sie zinsempfindlich wären.

- a) Die Grundvoraussetzungen einer Wirkung restriktiver Notenbankpolitik auf das Finanzierungsverhalten.

Bevor wir nun Überlegungen über eine mögliche Zinsempfindlichkeit von Industrie-Aktiengesellschaften anstellen, müssen wir festhalten, daß bestimmte Grundvoraussetzungen gegeben sein müssen.

Sind diese Grundvoraussetzungen nicht gegeben, so ist auch das Vorhandensein einer Zinsempfindlichkeit nutzlos.¹⁾

Die erste Voraussetzung einer wirksamen restriktiven Notenbankpolitik ist das "Durchschlagen"²⁾ auf die Zinssätze aller nationalen Märkte.³⁾ Je eher es der Notenbank gelingt die Kapitalpreise an den verschiedenen Märkten ihren Intentionen entsprechend in gewünschter Richtung und Höhe zu beeinflussen, desto eher ist die Wirksamkeit ihrer Politik gesichert.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 24.

- 3) Dies deswegen, damit ein Ausweichen auf Märkte, an denen sich die Preise weniger stark entwickeln, ausgeschlossen wird. Damit haben wir dann auch weitgehend Veränderungen der Nachfragestruktur ausgeschlossen.
- 4) Vgl. S.7.
- 1) Wobei natürlich auch die Existenz einer Zinsempfindlichkeit sinnlos wäre, wenn etwa die Grundvoraussetzungen nicht gegeben sind. Wir nehmen aber eben an, daß die Grundvoraussetzungen gegeben sind.
- 2) Helmut Lipfert, Einführung..., a.a.O., S. 146.
- 3) Ein völliges oder teilweises Nichtdurchschlagen der restriktiven Notenbankmaßnahmen kann z.B. durch die Nichtweitergabe von höheren Zinssätzen der Kreditinstitute an die Bankkunden und/oder die Aufhebung restriktiver Notenbankpolitik durch zinsinduzierten Kapitalzufluß aus dem Ausland bewirkt werden. Diese möglichen Erscheinungen sind aber hier ausgeschlossen.

Wir unterstellen, daß die erste Voraussetzung gegeben ist.

Die zweite Grundvoraussetzung ist die weitestgehende oder gar vollständige Außenfinanzierung des benötigten Kapitals. Wird nämlich der Kapitalbedarf vollständig oder weitestgehend innenfinanziert, so kann eine Zinserhöhung garnicht oder nur bedingt wirksam werden.¹⁾

Wir nehmen daher an, daß der Kapitalbedarf weitestgehend außenfinanziert wird.

Sollen nun Industrie-Aktiengesellschaften ihre quantitative Kapitalnachfrage in Reaktion auf kontraktive Notenbankpolitik einschränken, so muß ein weiterer Tatbestand gegeben sein. Dies ist die bereits erwähnte Zinsempfindlichkeit.

Da wir die Grundvoraussetzungen als gegeben unterstellen, überlegen wir im folgenden Abschnitt nur, ob eine Zinsempfindlichkeit wahrscheinlich ist oder nicht.

Nur dann, wenn diese Betriebswirtschaften zinsempfindlich sind, wirkt restriktive Notenbankpolitik.

b) Annahmen über die Zinsempfindlichkeit von Industrie-Aktiengesellschaften.

1. Zum Begriff der Zinsempfindlichkeit.

"Zinsempfindlichkeit ist die Preiselastizität (der Kapitalnachfrage) auf den Kapital-"²⁾ und Kreditmärkten.³⁾

Diese Zinsempfindlichkeit ist dann gegeben, wenn die Kapitalnachfrager⁴⁾ in ihrer mengenmäßigen Kapitalnachfrage auf entsprechende Kapitalpreisveränderungen antworten.⁵⁾

1) Oder umgekehrt: mit sinkendem Innenfinanzierungsgrad steigt die Möglichkeit, daß die Zinserhöhungen wirksam werden.

2) Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit der Kreditnehmer, in: ÜB, 1967, Heft X, S. 390.

3) Die Begriffe Zinsempfindlichkeit und Zinsreagibilität werden hier im gleichen Sinne gebraucht.

In der Regel sieht die Zinselastizität der Kapitalnachfrage so aus, daß zwischen Kapitalpreisveränderung und der Änderung der nachgefragten Kapitalmenge eine negative Korrelation besteht. Die Kapitalnachfrage sinkt (steigt) also mit steigendem (sinkendem) Zinssatz.

Eine abweichende Erscheinung von diesem Regelfall stellt die "inverse Zinsempfindlichkeit"¹⁾ dar. Diese liegt vor, wenn bei steigendem (sinkendem) Zinssatz die Kapitalnachfrage steigt (fällt).

Wir haben also zwei verschiedene Formen der Zinselastizität der Kapitalnachfrage, wenn wir die Richtung der Nachfragemengenänderung zur Kapitalpreisveränderung vergleichen.

Schließlich besteht natürlich die Möglichkeit, daß keine Reaktionen der Kapitalmengennachfrage auf entsprechende Kapitalpreisveränderungen eintritt.

Da wir hier nur die Wirkung restriktiver Notenbankpolitik auf die Kapitalnachfrage bestimmter Betriebswirtschaften untersuchen, untersuchen wir lediglich die Existenz oder das Nichtvorhandenseins einer bestimmten Form der Zinsreagibilität.

Es handelt sich hier um die Senkung der Kapitalnachfragemenge in Reaktion auf Kapitalpreiserhöhungen. Nur dann, wenn diese Reaktion verzeichnet werden kann, wollen wir von Zinsempfindlichkeit sprechen.

Fortsetzung der Fußnoten von S.26.

4) Die Zinsempfindlichkeit der Kapitalanbieter wird hier nicht berücksichtigt.

5) Wir gehen davon aus, daß sich Veränderungen von Kapitalqualitäten bei Kapitalpreisveränderungen nicht ergeben.

1) Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 390.

Die Existenz der Zinsempfindlichkeit ist von einer ganzen Reihe von Komponenten abhängig.

Diese Faktoren sind in der Literatur¹⁾ mehr oder weniger eingehend herausgearbeitet worden. Dabei verfolgten die Untersuchungen zumeist andere Zielsetzungen als diese Arbeit.²⁾

Finanzierung wird nicht sui generis betrieben, sondern ist immer zweckbestimmt. Wir können daher auch überlegen, ob der eigentliche Finanzierungsanlaß zinsempfindlich ist. Weist er diese Eigenschaft auf, dann dürfte die Unternehmung auch bei dem Finanzierungsvorgang zinsempfindlich reagieren.

Da die Finanzierungsvorgänge leistungs- oder finanzwirtschaftlichen Ursprungs sind, wollen wir die Zinsempfindlichkeit auch getrennt nach leistungs- und finanzwirtschaftlich bedingter Finanzierung untersuchen.

-
- 1) Vgl. Werner Ehrlicher, Geldkapitalbildung und Realkapitalbildung, Tübingen 1956.

Vgl. Erich Gutenberg, Untersuchungen über die Investitionserscheinungen industrieller Unternehmen, Köln/Opladen 1959.

Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit der Kreditnehmer, in: ÖB, 1967, Heft X u. XI, S. 390 - 414 u. 430 - 439.

Vgl. Friedrich A. Lutz, The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy, in: AER, Vol. XXXV (1945), S. 811 - 830.

Vgl. Klaus Knetschke, Die Zinsreagibilität der industriellen Investition, Diss. Köln 1962.

Vgl. Gerhard Merk, Zur Frage der Zinsempfindlichkeit der Investitionen, in: Zfg Stw., 114. Bd. (1958), S. 454 - 467.

Vgl. Bruno Tichy, Die Zinsempfindlichkeit der Unternehmung, in: ÖB, 18. Jg. (1970), Heft XII, S. 419-434.

Vgl. Claudio Segré, The Supply of Finance and the Theory of Investment of the Firm, in: EI, Vol. X (1957), S. 681 - 708.

Vgl. G. L. S. Shackle, Interest Rates and the Pace of Investment, in: EJ, Vol. LVI (1964), S. 1-17.

- 2) Zielsetzung dieser Untersuchungen war zumeist die Frage nach der Zinsempfindlichkeit der Investitionen, wobei in der Regel der Finanzierungskomplex, wenn überhaupt, eine untergeordnete Rolle spielte.

2. Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei leistungswirtschaftlich bedingter Finanzierung.

Die leistungswirtschaftlich induzierten Finanzierungen betreffen neben Erweiterungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen noch die Kapitalbeschaffungen des "laufenden Betriebsgeschehens"¹⁾.

Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, daß die Zinssatzveränderungen wohl kaum als einziger Indikator für die Durchführung oder Unterlassung von Investitionen und damit der Finanzierungen anzusehen sind.²⁾³⁾

Allerdings sind unserer Meinung nach die Gemeinsamkeiten bei den Erweiterungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen so groß, daß wir hier zunächst generelle Überlegungen anstellen können. Anschließend können die speziellen Gesichtspunkte betrachtet werden. Die Investitionen als Finanzierungsanlaß des laufenden Betriebsgeschehens sind dagegen von eigener Problematik und müssen daher völlig getrennt betrachtet werden.

aa Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei der Finanzierung zum Zweck von Erweiterungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen.

Erweiterungs-, Ersatz- und / oder Rationalisierungsinvestitionen werden von der Unternehmensleitung grundsätzlich in Erwägung gezogen, wenn ganz bestimmte Erwartungen über die zukünftige Entwicklung einer Reihe von Komponenten bestehen.

Letztlich kulminieren diese Erwartungen in einem antizipierten Gewinn⁴⁾, der auf Grund eines bestimmten Einsatzes erwirtschaftet werden soll.

Nun sind diese Gewinnerwartungen aber in der Regel nur auf Grund von Vorwegnahmen von Ereignissen und

1) Winfried Störrle, Die Finanzierungsanlässe, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch..., a.a.O., S.190.

2) Vgl. G.L.S. Shackle, Interest-Rates..., a.a.O., S. 1.

3) Vgl. Franz-Ulrich Willecke, Betrachtungen..., a.a.O., S. 245.

4) Shackle schreibt dazu: "A piece of equipment is bought because the buyer hopes that the use will at some time bring in sums of money...". G.L.S. Shackle, Interest-Rates..., a.a.O., S.1.

Ereignisabläufen, die in der Zukunft liegen¹⁾, gegeben.²⁾

Diese möglichen Ereignisabläufe berühren in unterschiedlicher Stärke die verschiedenen Absatz- und Beschaffungsmärkte der Unternehmung sowie deren interne Funktionsbereiche und -abläufe.

Stellt nun die Unternehmensleitung Überlegungen zur Durchführung von Investitionen an, so wird sie nur geneigt sein Investitionen zu erwägen, wenn der Marktzins, zu dem sie das zur Investition notwendige Kapital beschaffen kann, unter dem Kalkulationszinsfuß³⁾⁴⁾ liegt.

Dieser Kalkulationszinsfuß ist eine "subjektiv(e) ... Größe"⁵⁾. Sie hängt von zwei Komponenten ab.

Es ist dies einmal das Risiko, welches sich aus der Möglichkeit des Abweichens der Erwartungen über die zukünftige Entwicklung des Datenkranzes von der dann tatsächlich eintretenden Entwicklung ergeben kann. Dieses Risiko⁶⁾ birgt die Gefahr des Verlustes in

-
- 1) Vgl. Erich Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Zweiter Band, Der Absatz, 11.Aufl., Berlin/ Heidelberg/ New York 1968, S. 57.
 - 2) Vgl. Bruno Tichy, Die Zinsempfindlichkeit ... , a.a.O., S. 421.
 - 3) Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 104.
 - 4) Vgl. Erich Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, II.Teil, a.a.O., S. 233.
 - 5) Vgl. Erich Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, II.Teil, a.a.O., S. 234.
 - 6) Wir gehen hier von einem Risikobegriff aus, der dem von Karl Bußmann entspricht. Danach ist das Risiko eine Größe, die als Verlustgefahr zu kennzeichnen ist. Aus ihr kann "ein kalkulatorisch wirksamer Kostenfaktor oder Gewinnbestandteil" folgen. Oberparleiter sieht dagegen lediglich die Verlustgefahr und vermeidet dagegen den Hinweis auf eine ebenso mögliche Gewinnchance.
Karl Bußmann, Das betriebswirtschaftliche Risiko, Meisenheim am Glan 1955, S. 19.
Vgl. Karl Oberparleiter, Funktionen und Risiken des Warenhandels, 2.Aufl., Wien 1955, S. 99.

sich. Daher geht die Risikokomponente in gleichgerichteter Wechselbeziehung zur Risikohöhe in den Kalkulationszinsfuß ein.¹⁾

Die andere Einflußgröße ist die notwendige Verzinsung des Kapitals, die unabhängig vom in der Investition innewohnenden Risiko erzielt werden muß.²⁾

Erich Preiser hat nachgewiesen, daß die Investitionsneigung dann gegeben ist, wenn der Kalkulationszinsfuß und die "tatsächlich erwartete Rendite"³⁾, die "Profitrate"⁴⁾, zusammenfallen.⁵⁾

Wie wirkt nun eine Zinserhöhung auf die Neigung zur Investition?

Eine Zinssatzerhöhung kann sich nur auf die Investitionsneigung auswirken, wenn der zu ihrer Realisierung notwendige Kapitalbedarf ganz oder weitestgehend teilweise außenfinanziert wird. Außerdem müssen sich die Zinskosten auf die "laufenden Kosten"⁶⁾ der Unternehmung niederschlagen.

Ist dies der Fall, so muß sich dieser Tatbestand in entsprechender Weise auf die "laufenden Nettoerlöse"⁷⁾ abschwächend auswirken.

Allerdings sind dazu ganz bestimmte Voraussetzungen notwendig, die in der Literatur eingehend erörtert worden sind.⁸⁾⁹⁾

1) Vgl. Erich Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, II. Teil, a.a.O., S. 233.

2) Vgl. Bruno Tichy, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 422.

3) Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 104.

4) Ebenda.

5) Dabei geht Erich Preiser von einer sinkenden Profitrate bei wachsendem Investitionsvolumen aus. Der Kalkulationszinsfuß verändert sich mit steigendem Investitionsvolumen nicht. Die Investition kommt in entsprechender Höhe bei dem Schnittpunkt der Kurven von Kalkulationszinsfuß und Profitrate zustande.
Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 104.

6) Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 105.

7) Ebenda.

Fortsetzung der Fußnoten auf S.32.

Dieses ist zunächst einmal eine hohe anteilige Quote der Zinskosten an den Gesamtkosten¹⁾²⁾ der Betriebswirtschaft.

Werden nämlich die Zinssätze erhöht, so kann diese Kostensteigerung nur bei hoher anteiliger Quote der Zins- an den Gesamtkosten auf die Gewinnrate wirksam durchschlagen.³⁾⁴⁾

Allerdings ist eine hohe Zinskostenquote an den Gesamtkosten immer eine Folge hoher Kapitalintensität.⁵⁾⁶⁾ Dieser wiederum ist ihrerseits durch die Art und Weise des Prozesses der Leistungserstellung gegeben.⁷⁾

Neben diesen Faktoren muß aber zugleich die Kapitalumschlagsdauer gering und die Lebensdauer des Investitionsobjektes lang sein⁸⁾, wenn die Zinsempfindlichkeit der Investition gegeben sein soll.⁹⁾¹⁰⁾

-
- 1) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 393.
 - 2) Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 105.
 - 3) Vgl. Ebenda.
 - 4) Dazu muß aber bedacht werden, daß in der Regel - es sei denn Zinsgleitklauseln wären wirksam - die bisherigen Zinskosten nicht berührt werden. Nur die Zinskosten für das neu zu finanzierende Kapital würden höher liegen als vorher angenommen und somit auch nur in diesem Umfang kostenwirksam durchschlagen.
 - 5) Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 128.
 - 6) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 394.
 - 7) Vgl. Ebenda.
Hahn spricht hier "im Sinne von Erich Gutenberg" von Faktorenkombination.
 - 8) Wodurch die Abschreibungsquote kleiner ist als wenn die Lebensdauer des Investitionsobjektes kürzer wäre.
Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 105.
 - 9) Ebenda.
 - 10) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Rentabilität der Universalbanken, in: Sparkasse, 84.Jg. (1967), Heft 1, S. 5.

Nun sind in der Regel die wenigsten Investitionen der Industrie-Aktiengesellschaften von einer derartig langen Lebensdauer und hohen Kapitalintensität wie sie Preiser anspricht.¹⁾

Insofern wäre also der Kreis der zinsreagiblen Investitionen der Industrie-Aktiengesellschaften relativ gering.

Berücksichtigen wir nun bei unseren Überlegungen die gegenwärtige und erwartete Gewinnrate der Unternehmen,²⁾³⁾ so dürften wohl noch weniger zinsreagible Investitionen feststellbar sein.

Investitionen werden ja zumeist in Angriff genommen, wenn die Unternehmensleitung über die zu erwartende Zukunftsentwicklung positive Erwartungen hat. In diese Erwartungen sind nicht zuletzt die Gewinnerwartungen eingeschlossen.

Diese Erwartungen sind sicherlich so stark geprägt, daß Zinssatzerhöhungen kaum in der Lage sein werden sie herabzusetzen.

Einmal werden die Unternehmensleitungen der Ansicht sein, daß sie Investitionen auch durchführen weil auch eine geringfügig verminderte Gewinnrate immer noch lohnend ist. Andererseits werden sie mit allen Mitteln versuchen die erhöhten Kosten auf die Nachfrager ihrer Produkte weiterzugeben. Bei ihrer positiven allgemeinen Erwartungsstruktur werden sie von dieser Möglichkeit sogar ausgehen.

Damit würde sicherlich die Gruppe der zinsempfindlichen Investitionen weiter schrumpfen.

Schließlich aber wäre zu überlegen, ob denn die Unternehmensleitungen Zinssatzerhöhungen überhaupt als so gravierend ansehen.

Einmal nämlich ist im Kalkulationszinssatz ein gewisser "Puffer" enthalten, der bei positiven Zukunftserwartungen

1) Preiser weist ja selbst darauf hin, daß die Gruppe der wirklich zinsempfindlichen Investitionen sehr klein ist.

Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., 106 ff.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 34.

als zu hoch angesehen wird.

Und schließlich ist auch die Höhe des Ausgangszinssatzes von wesentlicher Bedeutung. Eine gleich hohe relative Zinserhöhung wird bei niedrigem Ausgangszinssatz als nicht so gravierend betrachtet wie bei einem hohen Ausgangszinssatz. 1)2)

Fassen wir unsere Überlegungen zusammen, dann müssen wir feststellen, daß grundsätzlich nur wenige Investitionen von Industrie-Aktiengesellschaften zinsreagibel sind.

Dieser Kreis dürfte sich weiter verringern, wenn wir positive Erwartungen der Unternehmensleitungen über die Entwicklung der Zukunftslage ihrer Unternehmung im Markt unterstellen.

Da aber kontraktive Notenbankpolitik in der Regel zumindest über einen längeren Zeitraum hinweg in eine Phase fällt, in der die Unternehmensleitungen die weitere Entwicklung als positiv ansehen, werden nahezu alle Investitionen zinsunempfindlich sein.

Unsere Überlegungen hatten wir hier ganz generell auf alle Erweiterungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen bezogen.

Wir wollen nun im weiteren Teil der Arbeit dieses Ergebnis stehen lassen und spezielle Gesichtspunkte bei den verschiedenen Investitionsarten betrachten.

Dabei geht es auch um die Frage, ob Investitionen, die schon begonnen worden sind, zinsempfindlich sind.

aa₁ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Erweiterungsinvestitionen.

Wir wollen bei unseren Überlegungen von zwei Situationen ausgehen.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 33.

2) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S.401.

3) Vgl. Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S.106.

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.5 f.

2) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 396.

Einmal plane die Unternehmensleitung Erweiterungs-
investitionen bei einem Absatzprogramm, welches
in voller Breite und Tiefe weiterhin auf dem Markt
angeboten werden soll (Fall 1).

Im Fall 2 plane die Unternehmensleitung neue Produkte
in ihr Absatzprogramm aufzunehmen.

Zu Fall 1 :

Bei gegebenen positiven Erwartungen über die zukünftige
Entwicklung des Absatzes und Gewinnes sind die Ferti-
gungskapazitäten zu eng oder es ist bereits abzu-
sehen, daß Engpässe auftreten werden.

Dadurch wäre die Unternehmensleitung gezwungen die
bereits gegebene oder sich abzeichnende Kapazitäts-
enge zu beheben oder gar den Markt nicht ausreichend
beliefern zu können.¹⁾

Sicherlich könnte versucht werden durch intensitäts-
mäßige Anpassung²⁾ die Engpässe zu beheben. Die Spiel-
räume für derartige Maßnahmen sind aber zumeist sehr
eng.³⁾

Außerdem können neben Entwicklungen ungünstiger Kosten-
verläufe zusätzlich erhebliche Verschleißerscheinungen
an den Produktionsfaktoren auftreten.⁴⁾

Schon aus diesen Gründen also wird die Unternehmens-
leitung an Erweiterungsinvestitionen interessiert sein.

Hinzu kommen auch absatzpolitische Erwägungen. In dem

1) Wir wollen hier davon ausgehen, daß die Möglichkeit
der Vergabe von Fremdfertigung nicht besteht, weil
ausreichende Kapazitäten in anderen Unternehmen nicht
vorhanden sind.

2) Vgl. Erich Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirt-
schaftslehre, Erster Band, Die Produktion, 8./9.
Auflage, Berlin/ Göttingen/ Heidelberg 1963, S. 237 f.

3) Vgl. Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S. 243 f.

4) Vgl. Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S. 249 f.

Gutenberg weist darauf hin, daß sich der technische
Wirkungsgrad der Anlagen bei zu starker Belastung
verschlechtert, wodurch sich die Kostenfunktion ver-
ändert.

Augenblick, in dem die Unternehmung die Nachfrage auf einem Markt nicht mehr voll befriedigen kann, besteht die Gefahr, daß eigene Marktanteile durch die Konkurrenz erobert werden.

Dadurch kann aber ein zusätzlicher möglicher Gewinn nicht realisiert werden. Außerdem besteht die Gefahr, daß eine gute Absatz- und Gewinnlage mittel- oder langfristig u.U. nicht mehr gehalten werden kann, wenn die Konkurrenz zusätzliche Marktanteile gewonnen hat.¹⁾

Die Unternehmensleitung kann aber auch zu Erweiterungs- investitionen gezwungen werden, wenn Teile des Absatz- programms in Form von Halb- oder Fertigfabrikaten bisher durch Fremdbezug²⁾ hereingenommen und nun durch Eigenfertigung hergestellt werden müssen.

Findet die Unternehmensleitung kein anderes Unternehmen, welches zur Fremdfertigung bereit ist, so muß sie die Eigenfertigung oft einfach vornehmen, weil sie das gesamte Absatzprogramm oder Teile davon nicht mehr anbieten kann. Somit ist sie dann einfach zur Durchführung der Ersatzinvestition gezwungen.

Es gibt also produktions- und absatzpolitische Gründe, die die Unternehmensleitung auch dann, wenn die Finanzierungskosten steigen würden, nicht von einer Investition abhalten könnten.

Nun hatten wir bereits oben gesehen, daß nur ein kleiner Teil, nämlich die langfristigen Investitionen zinsempfindlich ist. Das liegt daran, daß in der Regel nur die wenigsten Teile des Anlagevermögens eine lange Lebensdauer aufweisen. Dazu gehören Gebäude, Straßen auf dem Betriebsgeländes usw.

Sicherlich gibt es Unternehmen, die der technologischen

1) Dies möglicherweise deswegen, weil die potentiellen Nachfrager durch einen größeren Bekanntheitsgrad der Konkurrenzprodukte nunmehr diese in ihre Überlegungen einbeziehen und beispielsweise die Preis- und Lieferungsbedingungen wie sie bisher waren nicht mehr akzeptieren.

2) Vgl. Edmund Heinen, Engelbert Fahn und Claudius Wegenast, Informationswirtschaft, in: Edmund Heinen (Hrsg.), Industriebetriebslehre, Wiesbaden 1972, S. 757.

Eigenart ihres Gewinnungs- und/oder Fertigungsprozesses entsprechend einen hohen Anteil des langfristigen Anlagevermögens am gesamten Anlagevermögen aufweisen.¹⁾

Zumeist können wir aber davon ausgehen, daß das Anlagevermögen der Industrie-Aktiengesellschaften als nicht langfristig angesehen werden muß, wobei die wirtschaftliche Nutzungsdauer kürzer angesetzt wird als die technische Nutzungsdauer.²⁾

Damit ist für den größten Teil des Investitionsvolumens bei Erweiterungsinvestitionen aber schon eine Zinsempfindlichkeit nicht mehr unbedingt gegeben. Die Teile des Investitionsvolumens aber, die bei Erweiterungsinvestitionen in langfristigem Anlagevermögen gebunden werden müssen, sind zumeist eine notwendige Voraussetzung zur Durchführung von nicht langfristigen Erweiterungsinvestitionen.

So ist z.B. ein Maschinenbauunternehmen gezwungen zunächst einmal eine Werkshalle zu bauen, in die dann Drehbänke oder andere Anlagen installiert werden. Insofern wird die Unternehmensleitung bei günstigen Absatz- und Gewinnerwartungen³⁾ kaum auf einen gesamten Investitionsvorgang verzichten, weil Teile des gesamten Investitionsvolumens zinsreagibel sind.

1) Dazu gehören z.B. Unternehmen des Bergbaus.

2) Die wirtschaftliche Nutzungsdauer kann kürzer angesetzt werden als die technische, weil durch den technischen Fortschritt die Anlagen veralten und das Unternehmen fertigungstechnisch nicht mehr auf einem Niveau steht, welches absatzpolitisch ausreichende Produktqualitäten garantiert. Abgesehen davon kann zwar eine technische Nutzung noch möglich, die wirtschaftliche Nutzung aber nicht mehr sinnvoll sein. Dies liegt dann z.B. daran, weil modernere Anlagen höhere Leistungsquerschnitte ermöglichen und gegebene kapazitative Disharmonien beseitigen helfen. Die gesamte Problematik kann hier aber nicht diskutiert werden.

Vgl. Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S. 63 ff.

3) Die bei Erweiterungsinvestitionen nach Oswald Hahn in der Regel gegeben sind.

Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit... a.a.O., S. 395.

Sind schon aus diesen Gründen Erweiterungsinvestitionen nur in sehr wenigen Fällen zinsempfindlich, so müssen noch weitere Faktoren berücksichtigt werden, die die Investitionsentscheidungen maßgeblich beeinflussen.

Investitionen werden ja nicht immer allein auf Grund rationaler Überlegungen geplant und durchgeführt. Vielmehr sind es zeitweise sogar irrationale Momente, wie "Machtstreben, Prestigeerwägungen, Drang zur Expansion um ihrer selbst willen, Nachahmungstrieb"¹⁾, die Investitionsüberlegungen und -entscheidungen erheblich beeinflussen. Derartige Motivationen können eine, durch eine Marktzinserhöhung im rational ablaufenden Entscheidungsprozeß zinsempfindlich werdende Investition als weiterhin nicht zinsempfindlich bewirken. Zumindest bei Grenzfällen ist eine derartige Entwicklung denkbar, zumal eine derartige Intention den Erwartungshorizont der Unternehmensleitung maßgeblich beeinflussen kann.

Wir können nunmehr davon ausgehen, daß Erweiterungsinvestitionen, die bei gegebenem Fertigungsprogramm zur Kapazitätserweiterung vorgenommen werden sollen, nur in seltenen Fällen zinsempfindlich sind.²⁾

Erweiterungsinvestitionen, die deswegen vorgenommen werden müssen, weil Teile des Absatzprogrammes nicht mehr durch Fremdbezug erhältlich sind, weisen neben den oben erwähnten Faktoren schon deswegen eine größere Zinsunempfindlichkeit aus, weil sich die Unternehmung die Unterlassung der Investition gar nicht leisten kann.

Bei den vorstehenden Überlegungen waren wir immer davon ausgegangen, wie denn die Unternehmensleitung bei ihren Investitionsüberlegungen vor der Durchführung auf Zinserhöhungen reagiert.

Erhöht sich das Zinsniveau während eines Investitions-

1) Erich Preiser, Investition und Zins, a.a.O., S. 103.

vorganges, so sind wir der Meinung, daß dies keine Wirkungen auf den Prozeß hat.

Entweder die Finanzierung ist bereits gesichert, was der Regelfall sein dürfte. Dann kann eine Zinserhöhung nur noch durchschlagen, wenn die Kapitalbeschaffung mit einer Zinsgleitklausel¹⁾ verbunden war. Oder aber wenn zunächst kurzfristig mit der Absicht einer späteren Umfinanzierung das Kapital beschafft worden war.²⁾ Wird dann der höhere Zinssatz also doch für die Unternehmung wirksam, so hat dies deswegen wohl kaum Wirkungen, weil die vorübergehende Einstellung oder Nichtdurchführung des Investitionsvorganges erhebliche Kosten verursachen würde. Diese Kosten liegen in der Regel aber höher als die erhöhten Zinskosten.³⁾⁴⁾

Zu Fall 2 :

Wir hatten für diesen Fall unterstellt, daß die Unternehmensleitung plane in ihr Absatzprogramm neue Produkte aufzunehmen, die sie mit den bestehenden Fertigungskapazitäten nicht herstellen kann.⁵⁾⁶⁾

Insgesamt wollen wir davon ausgehen, daß die oben er-

Fortsetzung der Fußnoten von S. 38.

2) Dabei haben wir immer unterstellt, daß positive Zukunftserwartungen bei den Unternehmensleitungen vorherrschen, was durchaus realistisch ist.

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit ..., a.a.O., S. 399.

2) Vgl. Ebenda.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 400.

4) Das liegt einmal an den Kosten, die stillgelegte Investitionsobjekte verursachen, wie Wartungs- und Konservierungskosten sowie durch die Kapitalbindung verursachte Zinskosten.
Nicht zuletzt ergibt sich auch die Frage, ob die Unternehmung bei Nichtdurchführung von Investitionen so hohe Vertragsstrafen wegen Nichteinhaltung zahlen müsste, daß schon aus diesen Gründen die Durchführung der Investition(en) bei erhöhten Zinskosten günstiger wäre.

5) Hier wird unterstellt, daß Fremdbezug aus verschiedenen Gründen keine Alternative ist.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 40.

läuterten Gründe für die weitgehende Zinsunempfindlichkeit von Erweiterungsinvestitionen im Fall 1 auch hier gelten. Diese Investitionen sind also weitgehend zinsunempfindlich.

Führt die Unternehmensleitung ihre Investitionsüberlegungen unter dem Gesichtspunkt durch, daß die neuen Produkte das Existenzrisiko des Unternehmens vermindern würden, so würde sich die Zinsempfindlichkeit der Investition wahrscheinlich weiter verringern. Sieht die Unternehmensleitung die zukünftige Lage des Unternehmens bei gegebenem Produktions- und Absatzprogramm nämlich nicht mehr so positiv, ist sie zur Absicherung des Existenzrisikos auch bei erhöhten Zinskosten bereit.

Als Ergebnis unserer Überlegungen wollen wir festhalten, daß Erweiterungsinvestitionen weitestgehend zinsunempfindlich sind.

aa₂ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Ersatzinvestitionen.

Wir wollen zunächst davon ausgehen, daß Ersatzinvestitionen von Industrie-Aktiengesellschaften wie Investitionen allgemein nur in wenigen Fällen zinsreagibel sind.

Es existieren allerdings eine Reihe von Faktoren, die eine mögliche Zinsempfindlichkeit weiter senken. Diese wollen wir hier kurz ansprechen.¹⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 39.

6) Die Ursache, warum die bestehenden Fertigungskapazitäten nicht für die Produktion herangezogen werden, können entweder in der bestehenden Vollauslastung oder Nichtgeeignetheit der gegebenen Anlagen liegen.

1) Dabei wollen wir uns teilweise an zwei Schemata von Erich Gutenberg halten, die er tabellarisch im Ergebnisteil einer empirischen Untersuchung aufgeführt hat. Damit ist hier eine Identifikation mit den Untersuchungsmethoden noch den Ergebnissen nicht gegeben.

Vgl. Erich Gutenberg, Untersuchungen über die Investitionsentscheidungen industrieller Unternehmen, Köln/ Opladen 1959, S. 219 f., Tabellen Nr.40 u.41.

Zunächst werden Ersatzinvestitionen sicherlich erwogen und durchgeführt, wenn eine Anlage technisch so verbraucht ist, daß sie unbedingt ersetzt werden muß.

In diesem Fall dürfte es uninteressant sein, ob sich der Marktzins nach oben bewegt oder nicht.

Die Ersatzinvestition muß einfach durchgeführt werden, damit nicht u.U. einmal Fertigungskapazitäten teilweise oder ganz ausfallen. Die Kosten durch Stilllegungszeiten würden sicherlich über denen der vermehrten Zinskosten liegen.

Eine Zinsempfindlichkeit wäre hier also nicht gegeben.

Ersatzinvestitionen werden zumeist deswegen erwogen und durchgeführt, weil eine Anlage "technisch noch verwertbar"¹⁾ ist, die Reparaturanfälligkeit aber steigt und ein "gewisses Nachlassen der Leistungsfähigkeit bemerkbar"²⁾ ist.

Geht die Unternehmensleitung von einer weiterhin guten Beschäftigungslage des Unternehmens aus, so wird sie aus zwei Gründen auch bei Zinssatzerhöhungen diese Investition durchführen.

Es sind dies einmal die möglichen hohen Kosten, die in positiver Korrelation zum Risiko des Ausfallrisikos stehen.

Auf der anderen Seite könnte sich im gesamten Betriebsmittelbestand eine "kapazitative Disharmonie"³⁾ dadurch ergeben, daß durch die gesunkene Leistungsfähigkeit eines Aggregates der Leistungsquerschnitt sinkt.⁴⁾

Dadurch kann dieses Betriebsmittel u.U. nicht mehr in der optimalen Ausnutzungszone arbeiten.

Es besteht nun die Möglichkeit, daß das gesamte produktive Niveau des Betriebsmittelbestandes⁵⁾ nicht mehr gehalten werden kann, weil die verschiedenen Kapazitäten der Betriebsmittel nicht mehr optimal auf einander eingestellt werden können.

1) Erich Gutenberg, Untersuchungen..., a.a.O., S. 219, Tabelle Nr.40.

2) Ebenda.

3) Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S.328.

4) Vgl. Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S.62.

5) Vgl. Erich Gutenberg, Die Produktion, a.a.O., S.63.

Da die erhöhten Zinskosten sicherlich niedriger wären als die erhöhten Kosten, die durch die nicht optimale Kapazitätsauslastung anfallen würden, wäre in diesem Fall sicherlich keine Zinsempfindlichkeit gegeben.

Ersatzinvestitionen werden schließlich nicht zuletzt deswegen durchgeführt, weil die Marktverhältnisse eine bessere Produktqualität¹⁾ erfordern.

Je dringlicher die Unternehmensleitung dieses Problem hält, desto weniger wird sie sich in ihren Absichten von Zinssatzerhöhungen beeinflussen lassen.

Ähnlich wie auch bei den Erweiterungsinvestitionen dürfte die Reaktion auf Zinssatzerhöhungen nach Beginn des Investitionsprozesses in diesem Fall sein. Die Industrie-Aktiengesellschaften werden bei erhöhten Zinssätzen²⁾ den Investitionsvorgang dennoch abschließen.³⁾

Als Ergebnis wollen wir festhalten, daß auch bei den Ersatzinvestitionen neben den allgemeinen Gründen zusätzliche Gründe existieren, die eine weitestgehende Zinsunempfindlichkeit begründen.

aa₃ Annahmen zur Zinsempfindlichkeit von Rationalisierungsinvestitionen.

Die Durchführung von Rationalisierungsinvestitionen ermöglicht nach ihrem Abschluß oft die Anwendung völlig neuer Fertigungsverfahren mit der gleichzeitigen Verkürzung der Fertigungszeiten.⁴⁾

Dadurch kann die Kapitalbindungsdauer gesenkt werden, wodurch die laufenden Finanzierungskosten sinken.

1) Vgl. Erich Gutenberg, Untersuchung..., a.a.O., S.220, Tabelle Nr. 41.

2) Wenn diese überhaupt durchschlagen, da der Finanzierungsvorgang auch hier wohl zumeist abgeschlossen ist. Ausnahmen wären hier auch wieder eine vereinbarte Zinsgleitklausel oder eine sehr kurzfristige Zwischenfinanzierung.

3) Dieses auch wiederum wegen der hohen Kosten, die mit einem Abbruch verbunden wären.

4) Vgl. Erich Gutenberg, Untersuchung ..., a.a.O., S.220, Tabelle Nr. 41.

Außerdem können durch den Einsatz neuer Fertigungsverfahren neben der Erhöhung der Prozeßgeschwindigkeit¹⁾ für den gesamten güterwirtschaftlichen Bereich oder nur Teile davon zugleich u.U. Substitutionseffekte eintreten. Hierdurch können dann Kostensenkungen erreicht werden.

So kann z.B. der Faktor menschliche Arbeitskraft durch Maschinenarbeit ersetzt werden. Dadurch kann dann einmal die Ausbringung erhöht und und zugleich eine Senkung der Lohnkosten²⁾ erreicht werden.³⁾⁴⁾

Auch die Verwendung von kostengünstigeren Werkstoffen durch neue Fertigungsverfahren, die durch Rationalisierungsinvestitionen erst möglich werden, kann erhebliche Kostensenkungen ermöglichen.⁵⁾

Tritt nun eine Zinssatzerhöhung ein, so sprechen einige zusätzliche Gründe dafür, daß auch bei diesem Investitionskomplex die Unternehmensleitungen kaum zinsempfindlich reagieren werden.

Da die wenigsten Rationalisierungsinvestitionen nicht langfristiger Natur sind, ist deren Zinsempfindlichkeit ohnehin sehr gering. Hinzu kommt, daß die angestrebten Effekte in der Regel so vorteilhaft erscheinen, daß eine Zinssatzerhöhung kaum eine Durchführung vor oder nach Beginn abstoppt.

-
- 1) Vgl. zum Begriff Prozeßgeschwindigkeit
Erich Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, Die Finanzen, Berlin/Heidelberg/
New York 1969, S.44.
 - 2) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O.,
S. 395.
 - 3) In einer Untersuchung, die die Jahre 1969-1972 erfasst, wird ein Anteil der Personalkosten i.v.H. vom Umsatz bei Industrieunternehmen verschiedener Branchen zwischen 22% und 36% ausmacht.
Vgl. Deutsche Gesellschaft für Anlagenberatung m.b.H.,
Ertragsvergleich 1969 - 1972, Frankfurt/Main 1972,
Anhang S. 3; Tabelle Nr. II.
 - 4) Daneben kann dann zumeist zusätzlich das gesamte produktive Niveau des Betriebsmittelbestandes erhöht werden, weil die verschiedenen Kapazitäten der Betriebsmittel besser aufeinander abgestimmt werden können.
 - 5) Die anteiligen Materialkosten i.v.H. vom Umsatz lagen bei Unternehmen der deutschen Industrie in den Jahren 1969 - 1972 zwischen 45% und 69,5%.
Fortsetzung der Fußnoten auf S. 44.

bb) Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei der Finanzierung zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens.

Bedingt durch den laufenden Prozeß der Leistungserstellung ist im Unternehmen permanent ein bestimmter Umfang an Kapitalien gebunden.

Dabei hängt die Höhe des gebundenen Kapitals, wie bereits oben gesagt¹⁾, von der Mengen-, der Zeit- und der Preiskomponente ab.

Es wäre nun denkbar, daß die Unternehmensleitung bei Zinssatzerhöhungen in der Form reagiert, daß sie versucht die Mengen- oder Zeitkomponente für ihr Unternehmen zu beeinflussen.²⁾ Gelingt dieser Prozeß, dann würde sich im Zeitablauf der Kapitalbedarf entsprechend vermindern. Eine niedrigere Kapitalnachfrage wäre dann die Folge.³⁾

Wir wollen überlegen, ob eine Annahme über ein solches Verhalten den Realitäten entsprechen könnte.

Zur Aufrechterhaltung und Durchführung der Leistungserstellung muß in der Regel ein bestimmter Umfang an Rohstoffen und Halbfertigfabrikaten gehalten werden. Nehmen wir an, daß sich die Zinssätze auf den Märkten erhöhen. Dann könnten die Unternehmen zukünftig versuchen die Lager in einem geringeren Umfang wieder aufzufüllen. Dadurch würde sich das Investitionsvolumen geringer werden und somit die Kapitalnachfrage sinken.

Hawtrey hat in seiner Theorie eine Zinsempfindlichkeit bei Unternehmen des Handels für diesen Fall bejaht.

F.A. Lutz dagegen ist der Ansicht, daß Handels- und Industrieunternehmen in ihrer Lagerhaltung nicht zinsempfindlich sind.⁴⁾⁵⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S.43.
noch Fußnote Nr.5

Vgl. Deutsche Gesellschaft für Anlagenberatung m.b.H., Ertragsvergleich..., Anhang, S.3, Tabelle Nr.II.

Vgl. S.14.

2) Die Preiskomponente soll, so nehmen wir an, durch die Marktgegebenheiten weitestgehend bestimmt sein.

3) Wir meinen dies nur in dem Sinne, daß verbrauchte Produktionsfaktoren dann nur in einem geringeren Umfang ersetzt werden.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 45.

Für die Annahmen von F.A. Lutz sprechen auch einige Gründe.

Wir gehen davon aus, daß Industrie-Aktiengesellschaften ihre Lagerhaltung in der Regel nach Beschaffungs-, Fertigungs- und Absatzgesichtspunkten aufbauen, beibehalten und abbauen.

So wird die Unternehmensleitung oft schon aus Risikogründen bei Zinserhöhungen die gleiche Menge an Roh- und Hilfsstoffen beschaffen und lagern wie geplant.¹⁾ Das Risiko, daß der Betriebsablauf stocken könnte, weil auf Grund einer zu geringen Lagerhaltung die notwendigen Einsatzfaktoren nicht bereitgestellt werden könnten²⁾, wäre im Verhältnis zu den erhöhten Zinskosten zu groß.

Auch die Lagerhaltung der Fertigprodukte wird zumeist wohl kaum verringert, weil die Zinskosten steigen. Das liegt daran, daß die Lagerhaltung von einer ganzen Reihe von Faktoren bestimmt wird. So muß einmal die Lagerhaltung so bemessen sein, daß Störungen im Fertigungsablauf aus gewissen Vorräten aufgefangen werden können. Stockt einmal kurzfristig der Absatz, so muß das Lager die überschüssige Produktion aufnehmen, da eine vermehrte Lagerhaltung manchmal kostengünstiger sein kann als ein gedrosselter Fertigungsprozeß.³⁾

Schließlich kommt hinzu, daß bei guter gegenwärtiger und erwarteter Absatzlage die Unternehmensleitung der Ansicht sein wird, daß erhöhte Zinskosten an die Abnehmer weitergegeben werden können.⁴⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 44.

4) Vgl. R.G. Hawtrey, Currency and Credit, London 1930, S. 25 ff.

5) Vgl. Friedrich A. Lutz, The Interest..., a.a.O., S. 812 ff, sowie S. 830.

1) Zu diesen Risiken zählen wir auch Preissteigerungs- und/ oder politische Risiken.

2) Oder zu unverhältnismäßig hohen Preisen beschafft werden müssten, wodurch die vorher "eingesparten" höheren Zinssätze überkompensiert werden würden.

3) Dies wäre der Fall der Kostenremanenz.

4) Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 393.

Zumindest für einen längeren Zeitraum, der durch eine restriktive Notenbankpolitik bestimmt wird, gilt, daß die Unternehmensleitungen die gegenwärtige und künftige Lage des Unternehmens positiv einschätzen.

Ein weiterer Finanzierungsanlaß ist durch die "Aufrechterhaltung der Liquidität "¹⁾ gegeben, die laufend gefährdet sein kann.²⁾

Da eine Illiquidität in der Regel zum Zusammenbruch des Unternehmens führt, zumindestens aber das Ansehen stark schädigt, wird jede Unternehmensleitung auf Zinssatzerhöhungen nicht zinsempfindlich reagieren.

Wir wollen daher davon ausgehen, daß in der Regel eine Zinsempfindlichkeit bei der Finanzierung zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens nicht gegeben ist.

3. Annahmen über die Zinsempfindlichkeit bei finanzwirtschaftlich bedingter Finanzierung.

Eine finanzwirtschaftlich bedingte Finanzierung liegt in der Regel dann vor, wenn sich die Kapitalbeschaffungsanlässe "allein auf die ... Kapitalstruktur beziehen."³⁾

Soweit bei einer Finanzierung eine Umstrukturierung mit der Ersetzung eines gleich großen Volumens gekoppelt ist, interessiert hier der Vorgang nicht.⁴⁾

Es ist aber durchaus möglich, daß ein zusätzlicher Kapitalbedarf fällig wird.

1) Winfried Störrie, Die Finanzierungsanlässe, in: Oswald Hahn, Handbuch..., a.a.O., S.191.

2) Dies dadurch, daß z.B. unvorhergesehene Zahlungen geleistet werden müssen oder/und Zahlungseingänge verspätet oder garnicht verzeichnet werden.

3) Winfried Störrie, Die Finanzierungsanlässe, a.a.O., S.192.

4) Dies deswegen, weil dann im gleichen Zuge eine "Vernichtung" anderen Kapitals (aus der Sicht der Unternehmung) erfolgt. So z.B. die Tilgung eines kurzfristigen Kredites durch den aufgenommenen Betrag eines neuen mittelfristigen Kredites. Oder die Kredittilgung nach erfolgter Kapitalerhöhung. Auch aus der Sicht der Notenbank ist der Vorgang, bezogen auf die einzelne Unternehmung gleichgültig.

Dieses wird dann der Fall sein, wenn im gleichen Zusammenhang eine Verbesserung der Vermögens-
- Kapitalstruktur¹⁾ angestrebt wird.

Je dringlicher die Strukturverbesserung für notwendig erachtet wird (werden muß !), desto weniger ist die Unternehmensleitung zinsempfindlich.

Nun kann hier eine generelle Aussage nicht vorgenommen werden, weil die verschiedenen Situationen selten generalisiert werden können.

Soweit aber eine Dringlichkeit der Kapitalbeschaffung nicht vorliegt, meinen wir, daß Zinsempfindlichkeit gegeben ist.

4. Ergebnis.

Ausgangspunkt für unsere Überlegungen war die Frage, ob denn die Industrie-Aktiengesellschaften ihre quantitative Kapitalnachfrage in Reaktion auf kontraktive Notenbankpolitik vermindern würden.

Wir hatten eine Zinsempfindlichkeit für leistungswirtschaftlich induzierte Finanzierungsanlässe weitestgehend und für finanzwirtschaftliche Anlässe zumindestens teilweise ausgeschlossen.

Da Industrie-Aktiengesellschaften aber primär leistungswirtschaftlich orientierte Betriebswirtschaften sind, werden die leistungswirtschaftlich induzierten Anlässe in der Regel immer bei weitem dominieren.

Insofern werden Industrie-Aktiengesellschaften in ihrer Gesamtkapitalnachfrage auf restriktive Notenbankmaßnahmen gar nicht oder kaum reagieren. Dieses Verhalten unterstellen wir zumindest für den Fall, daß die Unternehmensleitungen die Zukunftslage positiv einschätzen. Ist dies nicht der Fall, bzw. ändert sich die Erwartungsstruktur in das Gegenteil, so könnte ein anderes Verhalten eintreten.

1) Vgl. Winfried Störkle, Die Finanzierungsanlässe, a.a.O., S. 196.

II. Der Einfluß restriktiver Notenbankpolitik auf die Art der Finanzierung bei Industrie-aktiengesellschaften.

Wir haben gesehen, daß Industrie-Aktiengesellschaften nur selten in ihrer quantitativen Kapitalnachfrage zinsempfindlich reagieren.

Dieses schließt aber nicht aus, daß diese Unternehmen in Reaktion auf Zinserhöhungen die Art der Finanzierung beibehalten.

Es geht nunmehr also um die Frage, ob diese Unternehmen in Reaktion auf restriktive Notenbankmaßnahmen ihr Finanzierungsverhalten in bezug auf die Außen- und/oder Innenfinanzierung, Eigen- oder Fremdfinanzierung und /oder der Fristigkeit des zu beschaffenden Kapitals verändern.

Im Zusammenhang mit diesen Fragen wäre noch zu überlegen, wie sich die Unternehmung auf den verschiedenen Märkten verhält.

Allerdings müssen wir nunmehr zunächst die bisher geltenden Prämissen aufheben.

Die Kapitalbeschaffungspreise können für das einzelne Unternehmen auf den verschiedenen Märkten wieder unterschiedlich hoch sein und mit anderer Geschwindigkeit bewegen bzw. stehen bleiben.

Desgleichen können die Kapitalpreise auf ausländischen Märkten nunmehr höher, niedriger oder gleich denen auf inländischen Märkten sein.¹⁾

Die übrigen Prämissen, wie offene Volkswirtschaft, freie Konvertibilität und feste Wechselkurse bleiben bestehen.

Bevor wir nun unsere Annahmen über die Änderung oder Nichtänderung des Finanzierungsverhaltens in Reaktion auf restriktive Notenbankmaßnahmen vornehmen, müssen wir kurz die Faktoren beleuchten, die die Art der Finanzierung bestimmen.

a) Die Bestimmungsfaktoren der Finanzierungsart.

Wir hatten bereits gesehen,¹⁾ daß der Kapitalbedarf durch die verschiedensten Kapitalarten der unterschiedlichsten Fristigkeit auf vielerlei Märkten oder durch Innenfinanzierung gedeckt werden kann.

Jede Industrie-Aktiengesellschaft hat im Rahmen ihrer individuellen Möglichkeiten eine mehr oder weniger große Anzahl von Finanzierungsalternativen.

Der Rahmen dieser Möglichkeiten wird bei der Außen- und Innenfinanzierung durch eine Anzahl von Faktoren bestimmt, wobei diese Größen von der Unternehmung selten beeinflusst werden können.

Diese Faktoren sind bei der Außenfinanzierung z.B. die Rechtsform²⁾ in Verbindung mit ganz bestimmten Gepflogenheiten der verschiedenen Märkte.

In Sonderfällen die Branchenzugehörigkeit und bei der Finanzierung mit öffentlichen Krediten die Förderungswürdigkeit.³⁾

Daneben ist nicht zuletzt die Marktsituation sowie die Beurteilung der nachfragenden Unternehmung durch die Anbieter von Bedeutung.

Der Rahmen der Innenfinanzierung wird zumindest durch das geltende Steuerrecht stark bestimmt.

Diese und andere Faktoren werden durch die Unternehmensleitungen als Daten angesehen, die den Rahmen für die verschiedenen Finanzierungsalternativen abstecken.

Die Wahl zwischen den verschiedenen Finanzierungsalternativen wird die Unternehmensleitung unter Berücksichtigung verschiedener Anspruchsvoraussetzungen vornehmen. Diese Anspruchsvoraussetzungen sind zugleich

1) Vgl. Zweiter Teil. II, 2,b, S.16 ff.

2) Die Rechtsform kann zwar von den Gesellschaftern verändert werden, muß aber deswegen als konstant angesehen werden, weil die Umwandlung in eine andere Rechtsform mit hohen Kosten verbunden ist.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.171.

Bestimmungsfaktoren, da sie als Maßstab bei der Wahl zwischen den Finanzierungsalternativen angewendet werden.

Im Gegensatz zu den oben erwähnten Faktoren kann die Unternehmensleitung diese Größen aber doch in gewissen Grenzen variieren.

Das liegt daran, daß diese Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital aus den Zielen abgeleitet werden, die die Unternehmensleitung im Rahmen ihrer Finanzierungsalternativen verfolgt.

Diese Ziele, oder Zielvorstellungen, formuliert Oswald Hahn mit dem Streben nach Rentabilität, Liquidität, Sicherheit und Unabhängigkeit.¹⁾

Da die vier Ziele möglichst gleichzeitig erreicht werden sollen, werden sie in der Form eines Zielsystems formuliert.²⁾³⁾

Die Daten des Zielsystems spiegeln sich nun in den Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital wider.⁴⁾ Damit wird deutlich, daß die Unternehmung nur Kapital nachfragt, welches ihren eigenen Vorstellungen entspricht.

Wenn auch diese Zielvorstellungen und damit die Anspruchsvoraussetzungen von Fall zu Fall höchst unterschiedlicher Art sind, so können doch einige generelle Aussagen getroffen werden.

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.123.

2) Hier wird nicht die Ansicht Wolfram Engels' vertreten, nach der die Unternehmung bei ihren Aktivitäten nur ein Ziel verfolgt.

Vgl. Wolfram Engels, Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Diss. Köln 1961, S.3.

3) Auch Heinen und Katona vertreten die Ansicht, daß die Unternehmung mehrere Ziele verfolgt.

Vgl. Edmund Heinen, Die Zielfunktion der Unternehmung, Sonderdruck aus: Zur Theorie der Unternehmung, Festschrift zum 65. Geburtstag von Erich Gutenberg, Wiesbaden o.J., S.14.

George Katona, Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer, Tübingen 1960, S.245 ff.

4) Oswald Hahn spricht hier von Konditionen, zu denen das Kapital finanziert werden muß.

Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.125.

Das Ziel der Rentabilität ist grundsätzlich auf die "Maximierung des auf das Kapital bezogenen Gewinns"¹⁾ gerichtet.²⁾

Diese Zielrichtung kann im Rahmen der Finanzierungsaktivitäten unterstützt werden, wenn das zu finanzierende Kapital zu einem möglichst niedrigen Preis beschafft wird.

Nun bestehen aber, wie oben bereits gesagt, noch andere Zielsetzungen, die bei der Finanzierung gleichzeitig berücksichtigt werden müssen.

Die Zielsetzung der Liquidität bedeutet für die Unternehmung, daß sie zu jedem Zeitpunkt die an sie "ordnungsgemäß gemachten Zahlungsforderungen auf Grund bestehender Zahlungsverpflichtungen gegenüber Gläubigern fristgerecht"³⁾ erfüllen kann.

Dieses Postulat erfordert bei strengster Auslegung die fristenkongruente Finanzierung des Kapitalbedarfs, wobei ein möglichst hoher Anteil von Eigenkapital am Gesamtkapital enthalten sein müsste.⁴⁾ Mit steigendem Eigenkapitalanteil am Gesamtkapital wächst aber die Möglichkeit Fremdkapital zu erhalten.

Das Ziel der Sicherheit ist auf die Kapitalerhaltung⁵⁾ ausgerichtet. Da eine wirtschaftliche Betätigung in der Regel nicht nur mit Gewinnchancen, sondern mit Verlustgefahren verbunden ist, kann durch entstehende Verluste entweder das Fremdkapital nicht mehr bedient werden, ohne, daß das Eigenkapital aufgezehrt wird.⁶⁾⁷⁾

1) Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S. 126.

2) Wobei unterschiedliche Kapital- und Gewinnbegriffe einer solchen Zielsetzung zugrunde gelegt werden können.
Vgl. ebenda.

3) Fritz Schromm, Die Wesensbestimmung der bankbetrieblichen Liquidität und die Liquiditätsnormen im KWG, Diss. München 1963, S. 5.

4) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S. 157.

5) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S. 123.

6) Vgl. Helmut Lipfert, Risikoaspekte in der betrieblichen Finanzplanung, in: Kredit und Kapital, 1. Jg. (1968), S. 318.

7) Vgl. Karl Lechner, Betriebswirtschaftslehre - Einzelwirtschaftliche Grundfragen-, Wien 1967, S. 53.

Oder aber bei außerordentlich hohen Verlusten kann das Eigenkapital zu gering sein, weswegen der Verlust dann u.U. nicht mehr aufgefangen werden könnte.¹⁾

Insofern müsste die Unternehmensleitung im Hinblick auf dieses Ziel an einer möglichst weitgehenden Finanzierung des Kapitalbedarfs mit Eigenkapital interessiert sein.²⁾

Das vierte Ziel ist schließlich das der Unabhängigkeit. Es bezieht sich auf die Unabhängigkeit der Unternehmensleitung in ihrer Entscheidung.³⁾

Dabei wird die Unternehmensleitung in Verfolgung dieser Zielsetzung den Kapitalbedarf so finanzieren, daß sie ihre bisherige Entscheidungsfreiheit beibehält oder erweiterte Entscheidungsspielräume erhält. So ist es u.U. opportun einen gegebenen Kapitalbedarf nicht mit einem Bankkredit zu finanzieren, sondern dafür Eigenkapital zu beschaffen, weil sonst der Einfluß der Bank zu groß werden könnte.

Andererseits könnte von der Finanzierung mit Eigenkapital abgesehen werden, weil nur ein Teil der Aktionäre das notwendige Kapital aufbringen könnte, wodurch deren Einfluß dann zu maßgeblich wäre.⁴⁾

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.160.

2) Vgl. Ebenda.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.123 u. S. 165.

4) Ist z.B. das Management darüber informiert, daß die Kleinaktionäre eine Kapitalerhöhung nicht mitmachen können, so könnten die notwendigen Kapitalien u.U. über eine Anleihe finanziert werden. Dadurch würde ein sich vergrößernder Einfluß von Großaktionären (durch Kapitalerhöhungen sich entwickelnde Sperrminoritäten) verhindert. Bidlingmaier spricht in diesem Zusammenhang von "management trusteeship".

Vgl. Johannes Bidlingmaier, Unternehmerische Zielkonflikte und Ansätze zu ihrer Lösung, in: ZfB, 38.Jg.(1968), Heft 3, S. 155.

Es ist nun ersichtlich, daß sich zwischen Zielen erhebliche Konflikte ergeben können, wenn bei der Finanzierung jedes Ziel in seinem höchsten Erfüllungsgrad berücksichtigt wird.

Die verschiedenen Ziele bilden sogar bei jeweils absoluten Erfüllungsgraden in verschiedenen Situationen Antinomien. Schon aus diesem Grund muß ein Zielkompromiß erreicht werden, wenn nicht ex ante auf die Finanzierung verzichtet werden soll.¹⁾²⁾

So kann der Kapitalbedarf nicht finanziert werden, wenn z.B. das Rentabilitätsziel nur durch eine Finanzierung mit kurzfristigem Fremdkapital berücksichtigt wird, aus Liquiditäts-, Sicherheits- und Unabhängigkeitsgesichtspunkten aber mit Eigenkapital finanziert werden müsste.

Es gibt ähnliche Zielkonflikte in den denkbarsten Variationen, die hier im Rahmen der Arbeit nicht en detail aufgezählt werden können.³⁾

Der Kompromiß wird nun in der Form erreicht, daß die verschiedenen Ziele in Form einer Zielfunktion zusammengefaßt werden. Dabei bildet ein Ziel die zu maximierende Variable, während die anderen Ziele als Nebenbedingungen in diese Zielfunktion eingehen.⁴⁾

Übertragen auf die Zielfunktion der Finanzierung bedeutet dies, daß die Rentabilität die zu maximierende Variable ist, während die anderen Ziele die Nebenbedingungen bilden. Dieses wollen wir hier als den Regelfall betrachten.⁵⁾

Es sind aber auch Situationen denkbar, in der eines der anderen Ziele die zu maximierende Variable wird, während das Rentabilitätsziel als eine Nebenbedingung

1) Gäfgen zeigt eine Verfahrensmöglichkeit mit Hilfe eines Gradienten auf.

Vgl. Gérard Gäfgen, Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, Tübingen 1963, S. 137 f.

2) Vgl. Edmund Heinen, Die Zielfunktion..., a.a.O., S.67 ff.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S.126ff.

4) Bidlingmaier schreibt, daß diese "als Nebenbedingungen in Form von Ungleichungen berücksichtigt werden."
Johannes Bidlingmaier, Unternehmerische Zielkonflikte ..., a.a.O., S. 150.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 54.

in die Zielfunktion eingeht.¹⁾²⁾

Wir wollen eine solche Möglichkeit aber hier als Sonderfall ansehen.³⁾

Für den weiteren Verlauf der Arbeit können wir eine präzisere Formulierung für eine Zielfunktion, die allen Industrie-Aktiengesellschaften entsprechen würde, nicht geben.

Das liegt an der unterschiedlichen zeitlichen Dimension, für die die Zielfunktionen der Unternehmen bestimmt werden.⁴⁾

Hinzu kommt, daß auf Grund der Organisationsstruktur die Entscheidungsträger der verschiedensten Hierarchien am Zielbildungsprozeß beteiligt sein können, was sich erheblich auf die Gestalt des Zielsystems auswirken kann.⁵⁾

Wir müssen daher bei unserer allgemein formulierten Zielfunktion bleiben, die die Rentabilität als die zu maximierende Variable enthält und die anderen Ziele als Nebenbedingungen berücksichtigt.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 53.

5) Dabei kann aber durch die entsprechende Formulierung der Nebenbedingung der Freiheitsgrad der zu maximierenden Variablen so eingeschränkt werden, daß diese Zielfunktion einer anderen Funktion mit einer anderen Zielsetzung als der zu maximierenden Variablen und ähnlich starken Nebenbedingungen sehr ähnlich ist.

1) Darauf weist Oswald Hahn indirekt hin, wenn er schreibt, daß u.U. der "Liquiditätsaspekt Vorrang vor allen anderen Zielen hat."
Oswald Hahn, Die Wahlkriterien..., a.a.O., S. 124.

2) Grundsätzlich wären, wenn wir einmal jede der vier Zielvorstellungen als die zu maximierende Variable betrachten, vier Grundtypen einer Zielfunktion möglich. Wobei es dann in Abwandlung dieser vier Grundfunktionen entsprechende der großen Zahl für die Formulierung der Nebenbedingungen zu einer Vielzahl von Zielfunktionen kommen kann.

3) Nicht zuletzt deswegen, weil eine Zielfunktion mit der Rentabilität als der zu maximierenden Variablen und der gleichzeitig starken Gewichtung einer oder mehrerer der drei Nebenbedingungen sehr nahe an einen der anderen drei Grundtypen herankommt.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 55.

Die Entscheidungsträger formulieren ihre Zielvorstellungen auf Grund einer mehr oder weniger großen Anzahl ihnen bekannter unternehmensinterner und/oder -externer Daten.

Ändern sich irgendwelche Datenkonstellationen,¹⁾ so kann dadurch eine Neuformulierung der Zielfunktion bewirkt werden. Dies muß aber nicht sein.

Nehmen wir einmal an, daß dies für die Zielfunktion der Finanzierung der Fall wäre, so würde sich dies in den Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital niederschlagen.

Damit könnte sich dann das Verhalten in der Art der Finanzierung ändern.

- b) Annahmen über das Verhalten in der Art der Finanzierung in Reaktion auf restriktive Notenbankpolitik.

Der Einsatz restriktiver Notenbankmaßnahmen bewirkt grundsätzlich eine Änderung der wesentlichen Datenkonstellationen auf den nationalen Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten.²⁾

Es fragt sich nun, ob eine derartige Datenänderung ausreichen, um eine Neuformulierung der Zielfunktion auszulösen.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 54.

- 4) Vor allen Dingen dann, wenn die zugrundegelegten Zeiträume für die Gültigkeit der Zielfunktion sehr lang angesetzt werden. Damit wächst in positiver Korrelation das Phänomen der Unsicherheit der Erwartungen, was den Zielbildungsprozeß durch ein starkes Maß an Irrationalität beeinflusst. Zwar kann durch eine verbesserte Informationstechnologie das Risiko einer falschen Aussage über die zukünftige Entwicklung der Dinge verringert werden, aber es bleibt dennoch ein mehr oder weniger großer Unsicherheitsgrad. Hierdurch aber wächst der Spielraum der Entscheidungsträger.

- 5) Das liegt nicht zuletzt an unterschiedlichen Zielsetzungen, die die einzelnen Entscheidungsträger verfolgen sowie an deren Informationsgrad.

- 1) Hier wird unterstellt, daß die neuen Datenkonstellationen dem(n) Entscheidungsträger(n) auch wirklich zur Kenntnis kommen.

- 2) Wir unterstellen ein volles Durchschlagen auf die Märkte.

Ändern sich nun die wesentlichen Daten an den nationalen Kredit- und Kapitalmärkten, so bedeutet dies, für die Industrie-Aktiengesellschaften, daß sie ihren Kapitalbedarf nicht mehr in gewünschter Quantität und Qualität zu den alten Bedingungen auf diesen Märkten finanzieren können.

Sind sie nun nicht bereit, die eigenen Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital zu revidieren, so werden sie ihren Kapitalbedarf zu einem mehr oder weniger großen Teil nicht finanzieren können.

Wir hatten nun oben gesehen, daß die Industrie-Aktiengesellschaften in der Regel auf Zinssatzerhöhungen in ihrer Kapitalnachfrage nicht zinsempfindlich reagieren.¹⁾

Nun wird aber das notwendige Kapital in der Regel durch Mischfinanzierung beschafft. Dies bedeutet, daß grundsätzlich die Industrie-Aktiengesellschaften bei Zinssatzerhöhungen ihre Nachfrage auf den verschiedenen Märkten strukturell verändern können. Dabei nimmt die Wahrscheinlichkeit für ein solches Verhalten sogar noch zu, wenn sich die Zinssätze auf den verschiedenen Märkten unterschiedlich bewegen. Tritt nun der Fall ein, daß Industrie-Aktiengesellschaften ihr Nachfrageverhalten auf den verschiedenen Märkten in Reaktion auf Zinssatzerhöhungen verändern, dann müssen wir die Aussage über die generelle Zinsempfindlichkeit auf Zinssatzerhöhungen relativieren.²⁾

Insofern kann also eine Änderung des Finanzierungsverhaltens eintreten, wenn bei Zinssatzerhöhungen die Gesamtnachfrage nicht entsprechend zinsempfindlich reagiert.

Das Finanzierungsverhalten ändert sich nur dann nicht, wenn bei steigenden Zinssätzen und gleichzeitig gleichbleibender und/oder steigender Gesamtnachfrage keinerlei Nachfragestrukturveränderungen auf den Märkten eintreten.

1) Vgl. S.24ff.

2) Vgl. Ebenda.

Wir müssen diese Aussage insofern erweitern, indem wir die Innenfinanzierung einbeziehen.

Das Finanzierungsverhalten ändert sich demnach dann nicht, wenn bei steigenden Zinssätzen und gleichbleibendem oder steigendem Finanzierungsvolumen in den Anteilen und Strukturen der Innen- und Außenfinanzierung eintreten.

1. Generelle Annahmen zum Verhalten in der Art der Finanzierung während der Phasen restriktiver Notenbankpolitik.

Es wäre nunmehr zu überlegen, ob die Änderung der Finanzierungsart als Folge von Zinssatzerhöhungen wahrscheinlich ist oder nicht.

Wir hatten oben unterstellt, daß die Unternehmung bei ihren Finanzierungsaktivitäten immer Zielvorstellungen verfolgt, die in Form einer Zielfunktion zusammengefaßt sind.¹⁾

Als Regelfall unterstellten wir eine Zielfunktion, die das Rentabilitätsziel als die zu maximierende Variable und die übrigen Bedingungen als Nebenbedingungen enthält.²⁾

Die Industrie-Aktiengesellschaft wird daher auf den verschiedenen Märkten Kapital zu ganz bestimmten Preisen und in ganz bestimmten Qualitäten nachfragen, wobei die Konditionen sicherlich in bestimmten Schwankungsbreiten formuliert sind.

In Phasen kontraktiver Notenbankpolitik können wir aber in der Regel neben steigenden Zinssätzen zusätzlich eine allgemeine Kapitalangebotsverknappung auf den verschiedenen Märkten feststellen. Dieses und andere Faktoren bewirken in der Regel, daß die Kapitalanbieter das Kapital nicht nur zu höheren Zinssätzen, sondern auch zu allgemein verschärften Bedingungen anbieten.³⁾

1) Vgl. S.53 f.

2) Ebenda.

3) So nimmt z.B. Kareken an, daß die Besicherungsanforderungen in Reaktion auf restriktive Notenbankmaßnahmen allgemein anziehen.
Vgl. John Kareken, Our Knowledge of Monetary Policy, in: AER, Vol. LI, Nr. 2 (May) 1961, -Papers and Proceedings, S.45.

In dieser Situation muß eine Revision der eigenen Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital dann erfolgen, wenn die Schwankungsbreiten überschritten werden.

Erfolgt dieser Vorgang nicht, dann wird die Unternehmensleitung auf die Finanzierung des gesamten Volumens oder von Teilen hiervon ex ante verzichten.

Wir können aus den oben vorgenommenen Überlegungen nun aber darauf schließen, daß die Anspruchsvoraussetzungen hinsichtlich der Kosten an die Marktentwicklung angepaßt werden.¹⁾

Desgleichen wollen wir davon ausgehen, daß die verschärften allgemeinen Bedingungen der Kapitalanbieter durch die Industrie-Aktiengesellschaften akzeptiert werden. Soweit die allgemeinen verschärften Bedingungen nicht akzeptiert werden, gelingt zu-
meist eine Kompensation mit Hilfe eines zusätzlichen Zinsaufschlages.

Solange nun die Anspruchsvoraussetzungen der Industrieunternehmen an das zu finanzierende Kapital der Marktentwicklung in allen Schritten folgen, ist eine Änderung der Finanzierungsart nicht unbedingt wahrscheinlich.

Es ist nun aber durchaus möglich, daß die Industrieaktiengesellschaften vor allen Dingen die Nebenbedingungen der Zielfunktion in ihren Erfüllungsgraden herabsetzen, oder, was ähnliche Effekte haben kann, die Schwankungsbreiten der Nebenbedingungen weiter faßt.

In diesem Fall könnte zunächst das Rentabilitätsziel stärker verfolgt werden, indem eine Finanzierung durchgeführt werden würde, die unter Bedingungen, die nicht durch eine restriktive Notenbankpolitik gekennzeichnet wären, nicht erfolgte.

Dieses ließe dann auf eine Veränderung der Finanzierungsart hinaus.

1) Sonst wäre keine weitgehende Zinsunempfindlichkeit gegeben.

Da nun in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik auf verschiedenen Märkten unterschiedliche Knappheitsgrade entstehen, ist die Unternehmung u.U. sogar gezwungen, den Kapitalbedarf in anderen Qualitäten als vorgesehen zu finanzieren. Dieses erzwungene Finanzierungsverhalten setzt aber wiederum Änderungen in Anspruchsvoraussetzungen und somit eine veränderte Zielfunktion voraus.

Es entsteht aber nun grundsätzlich die Frage, ob die Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik nicht zugunsten des Rentabilitätsziels die anderen Ziele zurückschrauben. Indem nun bei der Finanzierung das Rentabilitätsziel stärker berücksichtigt werden kann, entsteht zugleich durch die verminderten Anforderungen der Nebenziele ein größerer Handlungsspielraum. Die Unternehmung wäre nun in der Lage Finanzierungen durchzuführen, die sie vorher nicht hätte unternehmen können.

Dadurch würde sich ein anderes Finanzierungsverhalten ergeben.

Wir meinen, daß eine Änderung in der Art der Finanzierung während notenbankpolitischer Phasen durchaus denkbar ist und wollen im weiteren Verlauf die Hypothesen hierzu formulieren.

2. Annahmen über das Verhalten in der Innen- und Außenfinanzierung.

aa Annahmen über das Verhalten in der Innenfinanzierung.

Wir nehmen an, daß die Industrie-Aktiengesellschaften ihren Kapitalbedarf in Reaktion auf die erhöhten Marktzinssätze vermehrt innenfinanzieren.¹⁾ Dadurch würde sich der Anteil der Außen- an der Gesamtfinanzierung relativ vermindern.²⁾

Das Ausmaß der Innenfinanzierung hängt grundsätzlich von der Erzielung eines Umsatzüberschusses sowie dessen anschließender Verwendung ab.³⁾

Als eine Methode zur verstärkten Innenfinanzierung bietet sich die der (noch größeren) "Ausnutzung der Bilanzansatz- und Bewertungswahlrechte"⁴⁾ an. Dies sind zunächst (noch umfassendere) Vornahmen von überhöhten Abschreibungen.⁵⁾

Daneben können (noch) höhere Rückstellungen und/oder steuerbegünstigte Rücklagen gebildet werden.⁶⁾⁷⁾

Wir nehmen an, daß die Industrie-Aktiengesellschaften die vermehrte Innenfinanzierung in erster Linie durch langfristige Rückstellungen und/oder langfristige steuerbegünstigte Rücklagen vornehmen.

Wir begründen unsere Vermutung damit, daß die Auflösung dieser Rücklagen und Rückstellungen im Laufe der bestehenden Phase restriktiver Notenbankpolitik nicht wahrscheinlich ist. Damit wäre die Unternehmung vor einer vorzeitigen Auflösung und dem damit verbundenen Liquiditätsabzug geschützt.

1) Vgl. NN, Unternehmensfinanzierung - Thesen zur Kapitalstruktur, in: Wirtschaftswoche Nr.2 v.14. Januar 1972, S. 11.

2) Hier wird unterstellt, daß beide Wege der Finanzierung offenstehen.
Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S.227ff.
Vgl. Winfried Störkle, Innen- und Außenfinanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S.453 ff.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalquellen..., 94.

4) Gerhard Scherrer, Die Bestimmung optimaler Gewinn- ausweisstrategien, in: ZfB, 43.Jg. (1973), Nr.2., S.78.

5) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalquellen..., a.a.O., S.96.

6) Vgl. Eberda.

Da die Industrie-Aktiengesellschaft in dem Umfang, in dem sie vermehrte Innenfinanzierung betreiben kann, erhöhte Zinskosten vermieden, wird sie dieses Finanzierungsinstrument in einer Phase kontraktiver Notenbankpolitik verstärkt anwenden.

bb Annahmen über das Verhalten in der Außenfinanzierung.

Die Industrie-Aktiengesellschaften können die Außenfinanzierung aber nur in einem geringen Umfang durch die Innenfinanzierung ersetzen.

Die Ursache liegt in erster Linie am hohen Anteil der Außen- an der Gesamtfinanzierung.¹⁾

Auf Grund des hohen Anteils der Außen- an der Gesamtfinanzierung und den vielfältigen Gestaltungsformen, die mit der Außenfinanzierung verbunden sind, ergeben sich in diesem Bereich entsprechend viele Möglichkeiten für eine Änderung im Finanzierungsverhalten.

Veränderungen können einmal dadurch auftreten, daß die Unternehmen entweder verstärkt die Finanzierung mit Eigen- oder Fremdkapital durchführen.

Und schließlich können Verhaltensänderungen dadurch eintreten, daß die Unternehmen ihr Nachfrageverhalten im Bereich der Fremdfinanzierung verändern.

aa₁ Annahmen über das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Fremdkapital.

aaa Annahmen über das Verhalten bei der Fristigkeit des zu finanzierenden Kapitals.

Im Rahmen des Finanzierungsvorgangs verpflichtet sich
Fortsetzung der Fußnoten von S. 60.

6) Die rechtliche Zulässigkeit wird hier als gegeben vorausgesetzt.
Vgl. zu den Bewertungsvorschriften insbesondere: Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl.I, S.1089), §§ 153 - 156.

Handelsgesetzbuch vom 10.Mai 1897(RGBl., S.219) mit allen späteren Änderungen, § 40.

Einkommensteuergesetz in der Fassung vom 15.8.61 (BGBl.I, S. 1253 - BStBl.I, S. 509) mit allen seinen späteren Änderungen, §§ 6 u. 7.

1) Die aus der zumeist geringen Innenfinanzierungskraft resultiert (von anderen Faktoren abgesehen).

die finanzierende Unternehmung zur vereinbarungsgemäßen Fremdkapitalbedienung bis zum Vertragsablauf.¹⁾

Dies kann aber bedeuten, daß sie Unternehmung u.U. auch noch in einer späteren Phase expansiver Notenbankpolitik an die hohen Zinssätze gebunden ist, zu denen sie ihr Kapital in einer restriktiven Phase finanziert hat.²⁾

Insofern könnten die Industrie-Aktiengesellschaften daran interessiert sein, ihren gesamten Fremdkapitalbedarf während einer Phase restriktiver Notenbankpolitik mit entsprechendem kurzfristigem Kapital zu finanzieren.

Nach Abschluß der restriktiven notenbankpolitischen Phase kann dann der Kapitalbedarf, der mittel- oder langfristiger Natur ist, zu günstigeren Konditionen fristenkongruent umfinanziert werden.³⁾

Zunächst sprechen diese Überlegungen für eine konsequente kurzfristige Finanzierung des gesamten Fremdkapitalbedarfs in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik. Die Unternehmung wäre dadurch an die hohen Zinssätze, die sie auf jeden Fall hinnehmen müsste, nur für einen beschränkten Zeitraum gebunden.

Es sprechen aber auch einige Gründe gegen ein derartiges Verhalten.

Zunächst ist die Unternehmensleitung in der Regel über die wahrscheinliche Dauer der anhaltenden Phase kontraktiver Notenbankpolitik nicht informiert.

In Verbindung damit kann sie auch keine sicheren Annahmen über den weiteren Intensitätsgrad der re-

1) Diese Verpflichtung schließt die termingerechte Zahlung der Zinsen, Provisionen und Gebühren sowie die Tilgung der Kapitalbeträge ein.

Vgl. Wilhelm Kalveram, Die Prüfung der Kreditwürdigkeit, Berlin 1937, S. 11.

2) Vgl. Oswald Hahn, Auswirkungen einer Diskonterhöhung ..., a.a.O., S. 1255.

3) Wir unterstellen, daß die Situationen auf den Märkten eine Umkehrung erfahren haben.

striktiven Notenbankpolitik vornehmen.

So können die Zinssätze im Verlauf der anhaltenden Phase, die zudem noch länger ist als angenommen, sehr viel stärker als erwartet steigen. Zudem können an einigen Märkten erhebliche Verknappungserscheinungen eintreten.

Für die einzelne Industrie-Aktiengesellschaft ergäbe sich dann damit das Risiko, daß sich ergebende Anschlußfinanzierungen u.U. zu sehr viel ungünstigeren Bedingungen durchgeführt werden müssten, als eine Finanzierung mit z.B. mittelfristigem Fremdkapital zu einem früheren Zeitpunkt.

Hinzu kommt, daß mögliche Liquiditätsrisiken bei sich verschärfender Notenbankpolitik für die einzelne Unternehmung eintreten könnten. Dies dadurch, daß durch die bewirkte Angebotsverknappung auf den verschiedenen Märkten eine Anschlußfinanzierung der kurzfristig aufgenommenen Kredite schwierig oder unmöglich werden könnte.

Auch dieses Argument spricht damit gegen eine konsequente Finanzierung des gesamten Fremdkapitals mit kurzfristigem Fremdkapital.

Unsere Überlegungen werden dadurch unterstützt, daß die laufenden Prolongationsverhandlungen einen erheblichen Zeitaufwand und Kosten verursachen.¹⁾

Schließlich aber können zusätzlich Souveränitätsüberlegungen von einer konsequenten kurzfristigen Fremdfinanzierung des gesamten Fremdkapitalbedarfs abhalten. Vor allen Dingen bei sich verknappendem Angebot auf den verschiedenen Märkten könnten die Anbieter versuchen zu große Informations- und/oder Eingriffsrechte bei der nachfragenden Unternehmung zu erhalten.

Somit wollen wir davon ausgehen, daß die Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbank-

1) So z.B. die Erstellung von Kreditstati.
Vgl. R. Sellien, der Kreditstatus als Mittel zur Beurteilung der objektiven Kreditfähigkeit von Groß- und Einzelhandelsbetrieben, Diss. Frankfurt a.M. o.J., S. 37 f.

politik nicht den gesamten Fremdkapitalbedarf mit entsprechendem kurzfristigem Fremdkapital finanzieren.

Sicherlich werden diese Unternehmen aber den Anteil der kurzfristigen Fremdfinanzierung ausdehnen.¹⁾ Dieser Vorgang wird sich in erster Linie auf die vermehrte Finanzierung des eigentlich mittelfristigen Fremdkapitalbedarfs beziehen. Hier wird demnach der erste Substitutionseffekt eintreten.

Wir gehen aber weiter davon aus, daß eine verstärkte Finanzierung des an sich langfristigen Fremdkapitalbedarfs durch entsprechendes mittelfristiges Fremdkapital erfolgt.

Grenzen für die vollständige Substitution langfristigen durch mittelfristigen Fremdkapitals werden unserer Ansicht nach durch folgende Faktoren gesetzt:

Es ist dies einmal eine mögliche Angebotsknappheit auf den Märkten für mittelfristiges Fremdkapital. Der andere besteht darin, daß sich die Fristigkeitsstruktur des Kapitals so ungünstig verschieben könnte, daß bei weiteren Finanzierungsaktivitäten in der Zukunft die potentiellen Kapitalgeber daran Anstoß nehmen könnten.

Schließlich werden Liquiditätsaspekte eine Grenze setzen, denn auch zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die restriktive notenbankpolitische Phase beendet ist, kann eine Anschlußfinanzierung nicht immer unbedingt als gesichert angesehen werden.²⁾

Somit wollen wir davon ausgehen, daß in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik die Industrie-Aktiengesellschaften eine vermehrte Finanzierung mit kurz- und mittelfristigem Fremdkapital vornehmen, die Finanzierung mit langfristigem Fremdkapital aber vermindern.

1) Vgl. Oswald Hahn, die Auswirkungen..., a.a.O., S. 6.

2) Vgl. dazu Oswald Hahn, der auf diese Problematik im Zusammenhang mit der weitgehenden Substitution langfristigen Fremdkapitalbedarfs durch kurzfristiges Fremdkapital hinweist.
Vgl. Oswald Hahn, Die Zinsempfindlichkeit..., a.a.O., S. 399.

Voraussetzung für ein derartiges Verhalten ist aber immer eine vorherige Revision der in den Nebenbedingungen formulierten Zielvorstellungen.

bbb Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den verschiedenen Märkten für Fremdkapital.

Infolge des veränderten Finanzierungsverhaltens werden sich zwangsläufig Nachfrageverschiebungen auf den einzelnen Märkten ergeben.

Dies bedeutet nun aber nicht unbedingt, daß sich die Nachfrage auf allen Märkten für kurz- und/oder mittelfristiges Fremdkapital vermehren muß.

Auch ist bei einer insgesamt verminderten langfristigen Fremdfinanzierung nicht ausgeschlossen, daß der Nachfragerückgang auf den einzelnen Märkten unterschiedlich ausgeprägt sein kann. Auf einigen Märkten wäre sogar eine verstärkte Nachfrage möglich.

bbb₁ Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den Märkten für langfristiges Fremdkapital.

Soweit Industrie-Aktiengesellschaften emissionsfähig sind¹⁾, können sie sich über die Börse durch Obligationenemission langfristiges Fremdkapital beschaffen.

Sind die restriktiven Notenbankmaßnahmen auf den Rentenmarkt durchgeschlagen, so werden die sich hier nun finanzierenden Industrie-Aktiengesellschaften für einen sehr langen Zeitraum an die ungünstigen Konditionen gebunden sein.

Das liegt daran, daß derartige Anleihen in der Regel über einen Zeitraum von 15 und mehr Jahren Laufdauer

1) Erich Gutenberg weist darauf hin, daß nur Unternehmen, die über eine bestimmte Größe und ein bestimmtes Ansehen verfügen, Anleihen emittieren können.

Diese Eigenschaften besitzen aber sicherlich nicht alle Industrie-Aktiengesellschaften.

Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S.161.

begeben werden. 1)2)

Insofern werden die Industrie-Aktiengesellschaften in der Regel in Phasen restriktiver Notenbankpolitik möglichst kein langfristiges Fremdkapital über diesen Markt beschaffen wollen.

Abgesehen davon werden Obligationen-Emissionen in der Regel vorgenommen, um andere Verbindlichkeiten - in der Regel Bankkredite - zu konsolidieren.³⁾ Soweit hierzu nicht eine zwingende Notwendigkeit besteht, werden diese Konsolidierungsbestrebungen auf einen Zeitraum verschoben, in welchem Kapitalien zu niedrigeren Zinssätzen erhältlich sind.⁴⁾

Potentielle Emittenten können zudem noch durch die Aktivitäten behördlicher Institutionen oder anderer Einrichtungen, die in den Emissionsvorgang eingeschaltet werden, von ihrem Finanzierungsvorhaben über diesen Markt abgehalten werden.

1) Michael Krause weist darauf hin, daß die Laufzeiten während der letzten Jahre 15-20 Jahre betragen haben. Teilweise wären auch Laufzeiten bis zu 40 Jahren verzeichnet worden.
Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch..., a.a.O., S. 670.

2) Grundsätzlich ist es der Unternehmung natürlich freigestellt, soweit zulässig, vorzeitig zu tilgen. Dies wäre zunächst einmal durch eine vermehrte planmäßige Tilgung mit Hilfe zusätzlicher Auslosungen möglich.

Eine außerplanmäßige Tilgung kann einmal durch Rückkauf der eigenen Anleihestücke an der Börse erfolgen. Da dies aber nur in Zeiten gesunkener Zinssätze erfolgen würde, wäre dies nur bei einem insgesamt gestiegenen Kursniveau möglich. Deswegen würde u.U. eine Herunterkonversion eine geeignetere Methode sein. Dieses Verfahren ist aber einmal mit zusätzlichen Kosten verbunden, die nicht unerheblich sind. Außerdem könnten die bisherigen Obligationäre verärgert werden, was sich später einmal negativ auswirken könnte. Das könnte der Fall sein, wenn eine neue Obligationenemission aufgelegt werden würde und/oder, wenn bei den bisherigen Obligationären irgendwann einmal Schuldscheindarlehen plazierte werden sollten. Insofern wollen wir dieses Verfahren auch nur als Ausnahme ansehen.

Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S. 164 f.
Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 668 f.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S. 8.

4) Ebenda

Dies ist z.B. in der Bundesrepublik Deutschland dadurch gegeben, daß jede Emission von Industrie-Obligationen einer staatlichen Genehmigung nach §§ 795, 808a BGB bedarf.¹⁾

Auch durch die Einordnung in einen Emissionsfahrplan durch den Zentralen Kapitalmarktausschuß (ZKMA)²⁾ sowie dessen Empfehlungen über Volumen und die Gestaltung der Emissionsbedingungen können die potentiellen Emittenten von ihrem Vorhaben der Kapitalbeschaffung über diesen Markt abgehalten werden.^{3) 4)}

Durch beide Verfahren, nämlich staatliche Genehmigung und Einordnung in den Emissionsfahrplan durch den ZKMA, können sich zwischen Antragstellung und Emissionsbeginn erhebliche zeitliche Verzögerungen ergeben. Innerhalb dieser Zeitspanne könnten sich aber die Marktkonditionen derartig ungünstig verschieben, daß eine Emission für die Unternehmung nicht mehr attraktiv wäre. Insofern also hätte die Unternehmensleitung besser getan, wenn sie gar nicht den Weg eingeschlagen, sondern gleich den Kapitalbedarf anders finanziert hätte.⁵⁾

1) Vgl. Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896 (RGBl. S. 195) mit allen späteren Änderungen, §§ 795, 808a.

2) Vgl. Dieter Ungnade, Die Zulässigkeit der staatlichen Einflußnahme auf den primären Rentenmarkt, speziell im Hinblick auf § 795 BGB, in: Bankrechtliche Schriften des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, hrsg. von Klemens Pleyer u.A., München 1972, S. 35 f.

3) Die Empfehlungen des ZKMA sind auf Grund einer freiwilligen Übereinkunft der Kreditinstitute, die dort vertreten sind, für diese bindend. Da die Obligationenemissionen in der Regel durch Fremdemission platziert werden, müssen die Industrie-Aktiengesellschaften, die Obligationen emittieren wollen, den Vorstellungen der Emissionskonsortien - somit also letztlich den Empfehlungen des ZKMA - folgen.

Vgl. Dieter Ungnade, Die Zulässigkeit der staatlichen Einflußnahme auf den primären Rentenmarkt, . . . , a.a.O., S. 36.

4) Ähnlich verzögernd könnten auch langsame Prüfungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen auswirken. Diese Prüfungen sind not-Fortsetzung der Fußnoten auf S. 68.

Es ergibt sich nun aber die Frage, welche Märkte für die Finanzierung des langfristigen Kapitalbedarfs als Ersatz offenstehen, wenn die Industrie-Aktiengesellschaften ihre Finanzierungsaktivitäten auf dem Rentenmarkt möglichst einstellen.

Hier bietet sich zunächst der Markt für Schuldscheindarlehen an. Bei diesen Darlehen handelt es sich um eine leihweise "Überlassung von Geld...", wenn der Darlehensnehmer den Empfang des Darlehens in einem Schuldschein bestätigt."¹⁾²⁾

Als Darlehensgeber stehen den Industrie-Aktiengesellschaften die großen Kapitalsammelstellen zur Verfügung. Dies sind die privaten und öffentlich-rechtlichen Versicherer, Sozialversicherungsträger, Kreditinstitute und andere Kapitalsammelstellen.

Dabei kann es zur Darlehensaufnahme direkt beim Darlehensgeber oder durch Vermittlung dritter Personen kommen.

Steigen die Zinssätze an den verschiedenen Märkten, so werden auch die am Markt für Schuldscheindarlehen steigen. Da die Zinssätze für diese Darlehen zudem

Fortsetzung der Fußnoten von S. 67.

noch Fußnote 4

wendig, weil durch sie nach erfolgter Durchführung die Eigenschaft der Deckungsstockfähigkeit bescheinigt werden kann. Ist dies der Fall, dann ist gewährleistet, daß die Versicherungsunternehmen als potente Nachfrager nicht ex ante ausfallen.

Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 662.

5) Inzwischen sind in der Regel bereits auch die Konditionen auf den anderen Märkten denen des Rentenmarktes gefolgt oder vorangegangen.

1) Hans E. Büschgen, Schuldscheindarlehen als Mittel industrieller Fremdfinanzierung, in: Bl.f.Genoss. Wesen, 1965, Nr.17, S.260.

2) Vgl. zur Problematik des Schuldscheindarlehens: Helmut Reinbold, Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1965.

immer über denen der Industrie-Obligationen liegen, erscheint zunächst ein Ausweichen auf Markt für Schuldscheindarlehen absurd.

Kostenvergleiche, wie sie Büschgen¹⁾, Reinboth²⁾ und Rittershausen³⁾ vorgenommen haben, zeigen eine insgesamt niedrigere Kostenbelastung im Vergleich zur Emission einer Industrie-Obligation.⁴⁾

Die Ursache dafür liegt darin, daß mit der Aufnahme eines Schuldscheindarlebens nicht die hohen einmaligen und laufenden Nebenkosten, die mit der Emission und der laufenden Bedienung sowie Tilgung von Industrie-Obligationen verbunden sind, anfallen.⁵⁾⁶⁾

Ein weiterer Vorteil, in Phasen restriktiver Notenbankpolitik ein Schuldscheindarlehen aufzunehmen und nicht eine Obligation zu emittieren, liegt in der Vermeidung der staatlichen Emissionsgenehmigung sowie der Umgehung der Empfehlungen des ZKMA.

Dadurch werden die Risiken der Konditionenverschlechterungen, wie sie im Zeitablauf des staatlichen Genehmigungsverfahrens und/oder bei der Behandlung im ZKMA entstehen können, vermieden.

Schließlich, und diese Möglichkeiten hatten wir noch

- 1) Vgl. Hans E. Büschgen, Schuldscheindarlehen als Mittel industrieller Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 262.
- 2) Vgl. Helmut Reinboth, Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 141 ff.
- 3) Vgl. Heinrich Rittershausen, Industrielle Finanzierungen. Systematische Darstellung mit Fällen aus der Unternehmenspraxis, Wiesbaden 1964.
- 4) Dabei liegt zunächst der Zinssatz bei Schuldscheindarlehen gegenüber der Industrie-Obligation um 0,25% - 0,50% höher.
Vgl. Hans E. Büschgen, Schuldscheindarlehen..., a.a.O., S. 262.
- 5) Ebenda.
- 6) Michael W. Krause weist darauf hin, daß bei wachsendem Anleihebetrag und einer sich verlängernden Laufzeit der Kostenvorteil des Schuldscheindarlebens gegenüber der Industrie-Obligation aufgehoben wird. Er nennt den Betrag von 10 Mio DM bei einer Laufzeit von 10 Jahren, von dem ab der Kostenvorteil des Schuldscheindarlebens nicht mehr bestehe.
Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 665.

nicht berücksichtigt, wird durch eine Aufnahme eines Schuldscheindarlelehens ex ante die Verweigerung einer staatlichen Emissionsgenehmigung und/oder die Empfehlung eines Emissionsstopps durch den ZKMA vermieden.¹⁾²⁾

Nicht zuletzt aber besteht bei der Aufnahme eines Schuldscheindarlelehens die Möglichkeit, unabhängig von den Empfehlungen des ZKMA und den herrschenden Markt-usancen eine Finanzierung für einen kürzeren Zeitraum vorzunehmen, als dies durch eine Industrie-Obligation möglich wäre.³⁾

Dadurch ist die finanzierende Unternehmung nicht über einen so langen Zeitraum an die hohen Zinssätze gebunden wie dies bei Industrie-Obligation mit einer längeren Laufzeit der Fall wäre.

Allerdings ist in der Regel eine vorzeitige Kündigung eines Schuldscheindarlelehens nicht möglich. Das liegt daran, daß die Anleihegläubiger entsprechende Klauseln einer vorzeitigen Teil- oder Gesamtkündigungsmöglichkeit nicht einräumen.⁴⁾

Insgesamt überwiegen die Vorteile, die mit der Aufnahme eines Schuldscheindarlelehens gegenüber einer Obligationen-Emission in Phasen restriktiver Notenbankpolitik verbunden sind, bei weitem.

Daher gehen wir davon aus, daß Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik langfristiges Fremdkapital verstärkt über diesen Markt finanzieren.

1) Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 664.

2) Dadurch wird einmal der bereits angesprochene Zeitverlust und die damit verbundenen Konditionenverschlechterungen vermieden. Andererseits kann sich, sollte sich die Genehmigungsverweigerung herum-sprechen, die Position des Unternehmens auf den anderen Märkten, auf denen ja nun das Kapital nachgefragt wird, verschlechtern.

3) Dabei werden die Marktusancen aber schon teilweise durch die laufenden Empfehlungen des ZKMA gestaltet.

4) Vgl. Michael W. Krause, Die langfristige Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 669.

Diese Möglichkeit hängt aber, so Krause, von der Verhandlungsstärke des Nachfragers ab.

Als weitere Möglichkeit, die stark verminderten Finanzierungsaktivitäten auf dem Rentenmarkt zumindest teilweise zu kompensieren, bietet sich für die emissionsfähige Industrie-Aktiengesellschaften der Markt für langfristige Bankkredite an.¹⁾

Die nicht-emissionsfähigen Industrie-Aktiengesellschaften, für die die konkurrierende Beziehung Industrie-Obligation - Schuldscheindarlehen überhaupt nicht existiert,²⁾ haben die gleiche Möglichkeit der verstärkten Finanzierung mit langfristigen Bankkrediten. Es ist sogar möglich, daß sie den Weg nutzen müssen, weil die emissionsfähigen Unternehmen sie aus dem Schuldscheinmarkt herausdrängen.³⁾

Grundsätzlich bietet sich beiden Gruppen von Industrie-Aktiengesellschaften mit der Finanzierung durch einen langfristigen Bankkredit der Vorteil einer relativ schnellen Antragsabwicklung und Zuteilung, wenn der Kredit bei der Hausbank beantragt wird, oder diese im Kreditkonsortium sitzt.⁴⁾⁵⁾

-
- 1) Unter die Gruppe der langfristigen Bankkredite fallen auch Schuldscheindarlehen, soweit diese von Kreditinstituten gegeben werden. Wir wollen diese nur zur Vermeidung von Wiederholungen hier nicht getrennt behandelt wissen.
 - 2) Dies deswegen nicht, weil diese Unternehmen keine Obligation emittieren können.
 - 3) Da emissionsfähige Unternehmen nur allererste Adressen sind, werden selbst große Kapitalsammelstellen eher bereit sein diesen ein Schuldscheindarlehen zu gewähren als kleineren Unternehmen, die nicht emissionsfähig sind.
 - 4) Dies liegt daran, daß jedes Kreditinstitut nach § 18 KWG dazu verpflichtet ist bei DM 20 000,-- überschreitende Krediten eine Kreditprüfung vorzunehmen. Es gibt aber Ausnahmen, die in § 18, S.2 KWG ausgeführt werden. Da Hausbanken in der Regel die notwendigen Prüfungsunterlagen aus bisherigen Geschäften vorliegen haben, können die notwendigen Schritte zumeist schneller und gezielter eingeleitet werden.
Vgl. Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961, (BGBl. I S. 881) mit allen späteren Änderungen.
 - 5) Vgl. Zur Notwendigkeit und Problematik des Konsortialgeschäfts: B. Steinbrück und H. Scholze, Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, Berlin 1956.

Für die nicht-emissionsfähige Industrie-Aktiengesellschaft bietet die Finanzierung durch Aufnahme eines langfristigen Bankkredites anstelle eines Schuldscheindarlehens einen geringen Zinsvorteil. Dies ist aber in jedem Einzelfall zu prüfen und hängt nicht zuletzt von der Stärke der Verhandlungsposition ab, aus der das einzelne Unternehmen mit seiner Bank verhandelt.¹⁾

Für die emissionsfähige Industrie-Aktiengesellschaft bietet der langfristige Bankkredit in Phasen restriktiver Notenbankpolitik gegenüber der Finanzierung durch Obligationenemission die gleichen Vorteile, die durch die Aufnahme eines Schuldscheindarlehens in dieser Situation entstehen.

Schließlich steht einigen Industrie-Aktiengesellschaften noch der Weg der Beschaffung langfristigen Fremdkapitals auf ausländischen Märkten offen.

Dies sind einmal Unternehmen, die sich in ausländischem Besitz befinden. Die jeweiligen Muttergesellschaften übernehmen dann den ausländischen Geldgebern gegenüber die Haftung.

Auf der anderen Seite können eigentlich nur inländische Unternehmen, die einen hervorragenden internationalen Ruf genießen, langfristiges Fremdkapital erhalten.

Dabei nehmen wir an, daß in der Regel langfristige Bankkredite wohl eher erhältlich sind als langfristiges Fremdkapital in Form von Anleihen.

Dabei sind die Fragen, die mit der Finanzierung über bestimmte ausländische Kapitalmärkte oder den Euro-Kapitalmarkt verbunden sind derartig umfangreich und schwierig,²⁾ daß hier ein erheblicher Einfallsreichtum und Erfahrungen zur Lösung des Problems notwendig sind.

1) Vgl. Hans-Jacob Krümmel, Bankzinsen -Untersuchung über die Preispolitik von Universalbanken, Köln/Berlin/Bonn/München 1964, S. 232 ff.

2) Vgl. Wilfried Guth, Finanzpolitik multinationaler Unternehmen, in: ZfbF, N.F., 22.Jg., Heft 7(1971), S. 462.

Dabei weist Guth z.B. darauf hin, daß multinationale Unternehmen in der Regel nur indirekt über eigene Holdings (vehicle-companies) am Eurobond-Markt auftreten, da hierdurch z.B. steuerliche Nachteile vermieden werden können.

Immerhin bietet die Auslandsfinanzierung in Phasen restriktiver Notenbankpolitik dann und solange in Phasen restriktiver Notenbankpolitik eine Alternative, wie die Konditionen unter denen des Inlandes liegen.¹⁾

Es ist sogar eine Situation denkbar, in der die Industrie-Aktiengesellschaften, die sich im Ausland langfristiges Fremdkapital beschaffen können, diesen Weg auf jeden Fall gehen. Dies würde dann eintreten, wenn sich die inländischen Märkte teilweise oder ganz infolge restriktiver Notenbankpolitik so sehr verengen würden, daß der notwendige Kapitalbedarf nur sehr schwierig oder garnicht finanziert werden könnte.

Fassen wir unsere Überlegungen zusammen, so stellen wir fest, daß sich bei insgesamt vermindernder langfristiger Fremdfinanzierung Nachfrageverschiebungen auf den Märkten und damit Änderungen im Finanzierungsverhalten ergeben.

Die Finanzierung durch Obligationenemission wird stark gedrosselt, es sei denn, daß die Konsolidierungswünsche zu stark werden.

Dagegen verstärkt sich die Nachfrage nach langfristigen Bankkrediten und Schuldscheindarlehen im Inland.

Soweit die Konditionen im Ausland unter denen des Inlandes liegen und/oder die Angebotsverknappungen im Inland zu stark werden, nimmt die Auslandsfinanzierung zu.

1) Daneben gibt es aber noch eine Anzahl weiterer Motive, die unabhängig von Kostenüberlegungen eine Auslandsfinanzierung induzieren können.
Vgl. Oswald Hahn, Auslandsfinanzierung als Alternative, in: Oswald Hahn (Hrsg.) Handbuch..., a.a.O., S.418 ff.

bbb₂ Annahmen über das Finanzierungsverhalten auf den Märkten für mittel- und kurzfristiges Fremdkapital.

Wie auch andere Unternehmen, so finanzieren Industrie-Aktiengesellschaften einen relativ hohen Anteil ihres Kapitalbedarfs durch die Aufnahme mittel- und kurzfristiger Bankkredite.¹⁾

In Reaktion auf die kontraktiven Notenbankmaßnahmen werden auch hier die Zinssätze steigen und die von den Kreditinstituten bisher eingeräumten Minderkonditionen teilweise oder völlig abgebaut.

Zusätzlich werden die Kreditinstitute möglicherweise die Besicherungsanforderungen erhöhen.²⁾

Dennoch nehmen wir an, daß die Nachfrage nach kurz- und mittelfristigen Bankkrediten in Phasen restriktiver Notenbankpolitik steigt.³⁾⁴⁾

Als Gründe für dieses zunächst als atypisch vermutete Verhalten können zunächst die Substitutionsüberlegungen der Unternehmensleitungen herangezogen werden.

Finanzieren nämlich Industrie-Aktiengesellschaften den Kapitalbedarf in Phasen restriktiver Notenbankpolitik vermindert mit langfristigem Fremdkapital, dann muß die Deckung an anderer Stelle vorgenommen werden. Hier bieten sich nun mittel- und/oder kurzfristige Bankkredite an, da durch die Finanzierung mit ihnen bei günstiger Fristenlegung u.U. die Überbrückung bis in die 'irgendwann einmal kommende' Phase expansiver Notenbankpolitik erreicht werden kann. Sind die Konditionen dann wieder günstig, so kann eine fristenkongruente Umfinanzierung erfolgen.

1) Die Gründe sind verschiedenster Art. Sie sind nicht zuletzt in der Elastizität des Finanzierungsinstruments begründet.

Vgl. Erich Gutenberg, Die Finanzen, a.a.O., S.180.

2) Vgl. John Kareken, Our Knowledge of Monetary Policy, a.a.O., S.45.

3) Vgl. Wolfgang Stützel, Bankpolitik -heute und morgen, 2.Auflage, Frankfurt am Main 1964, S. 23.

4) Der gleichen Ansicht ist auch Oswald Hahn.
Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.6.

Als weitere Ursache für eine vermehrte Finanzierung durch kurz- und mittelfristige Bankkredite kann ein gewisses Vorsorgedenken der Unternehmensleitungen maßgeblich sein. Erwarten die Unternehmensleitungen nämlich für die weitere Zukunft eine sich fortsetzende restriktive Notenbankpolitik, so könnten sie erhebliche Angebotsverknappungen befürchten. Kurz- und/oder mittelfristige Bankkredite wären u.U. nur sehr schwer erhältlich. Es werden also in einem gewissen Sinne Kredite gehamstert um für einen Notfall vorzubeugen. ¹⁾

Eine verstärkte Finanzierung mit kurz- und/oder mittelfristigen Bankkrediten kann schließlich auch auf Grund der Erwartung weiterhin steigender Zinssätze erfolgen. Hahn ²⁾ und Stützel ³⁾ halten dieses Argument für eine vermehrte Nachfrage im Gegensatz zu dem vorhergehenden nicht für so maßgeblich. Da sie aber ihre Ausführungen auf die kurzfristigen Kredite beziehen ⁴⁾, wollen wir ihnen auch in diesem Punkt folgen. Für die Finanzierung mit mittelfristigen Bankkrediten meinen wir, daß ein derartiges Motiv schon deswegen relevant ist, weil die Unternehmen ja auch über einen längeren Zeitraum an die erhöhten Konditionen gebunden wären.

Wir wollen daher davon ausgehen, daß in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik durch die Industrie-Aktiengesellschaften der Kapitalbedarf verstärkt durch Aufnahme kurz- und mittelfristiger Bankkredite finanziert wird.

1) Vgl. Wolfgang Stützel, Bankpolitik..., a.a.O., S.23.
Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.6.

2) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.6.

3) Vgl. Wolfgang Stützel, Bankpolitik..., a.a.O., S.23.

4) Es wird in diesem Zusammenhang nur von der kurzfristigen Neuverschuldung gesprochen, weswegen wir meinen, daß nur kurzfristige Bankkredite gemeint sind.

Vgl. Wolfgang Stützel, Bankpolitik..., a.a.O., S.23.
Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.6.

Die verschiedenen Formen der Kreditaufnahme können und sollen hier nicht untersucht und dargestellt werden.¹⁾

Die verschiedenen Techniken der Kreditaufnahme werden nicht zuletzt durch die individuellen Gegebenheiten und Erfordernisse beider Seiten bestimmt.

Wir orientieren uns hier lediglich am Kriterium der Fristigkeit.²⁾

Eine weitere Möglichkeit der verstärkten Finanzierung mit kurzfristigem Fremdkapital ergibt sich durch die vermehrte Aufnahme von Lieferantenkrediten.³⁾

Dabei wollen wir davon ausgehen, daß, soweit nicht ohnehin bereits geschehen, in Phasen restriktiver Notenbankpolitik die Skontozeit weitestgehend ausgenutzt wird.⁴⁾

Da aber die Kosten eines Lieferantenkredites in der Regel über denen der Bankkredite liegen,⁵⁾ ist aus reinen Kostenüberlegungen ein Ausweichen auf Lieferantenkredite kaum sinnvoll.

Nur bei zinslos erhältlichen Lieferantenkrediten wäre eine verstärkte Finanzierung denkbar.⁶⁾

1) Vgl. zu den verschiedenen Formen und Möglichkeiten: Oswald Hahn, Bankbetriebslehre, a.a.O., S. 75 ff.

2) Dies vor allen Dingen auch deswegen, weil das vorliegende Zahlenmaterial im späteren Verlauf der Arbeit keine Überprüfung zulässt.

3) Vgl. zum Problem des Lieferantenkredites: Hansjakob Furrer, Probleme der Kreditgewährung beim Absatz in der Industrie und im Großhandel, Zürich 1967.

4) Oswald Hahn, Der Skonto in der Wirtschaftspraxis, Frankfurt/ Main 1962.

4) Während der Skontozeit ist der Lieferantenkredit eine kostenlos gewährte Leistung.
Vgl. Max Kühner, Bankkredit-Lieferantenkredit, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch..., a.a.O., S. 608.

5) Vgl. Ebenda.

6) Vgl. Oswald Hahn, Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf Unternehmer-Entscheidungen, a.a.O., S. 1255.

Wir meinen daher, daß in Phasen restriktiver Notenbankpolitik Industrie-Aktiengesellschaften kaum eine verstärkte Finanzierung durch Lieferantenkredite vornehmen.¹⁾

Eine weitere Möglichkeit wäre der Versuch in verstärktem Umfang Kundenanzahlungen zu verlangen und entgegenzunehmen.

Es ist aber kaum denkbar, daß dieses Instrument zur kurz- oder mittelfristigen Finanzierung durch Industrie-Aktiengesellschaften eingesetzt werden kann.

Sollte die Finanzierung durch Kundenanzahlungen branchenüblich sein, so ist sie sicherlich bereits weitestgehend ausgenutzt. Stärkere Kreditengagements der Abnehmer müssen in der Regel mit unverhältnismäßig hohen Zugeständnissen bei dem Leistungsvollzug honoriert werden.

Sollten Kundenanzahlungen nicht branchenüblich sein, so sind diese zumeist auch nicht ohne entsprechende Zugeständnisse im Grundgeschäft erhältlich.

Insofern ist eine verstärkte Finanzierung durch Kundenanzahlungen in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik kaum denkbar.²⁾

Alle unsere Überlegungen bezogen sich hier in diesem Abschnitt bisher auf die kurz- und/oder mittelfristige Finanzierung im Inland.

Soweit den Industrie-Aktiengesellschaften die kurz- und/oder mittelfristige Fremdfinanzierung bei Kreditinstituten im Ausland offenstehen, werden sie diese Möglichkeit (en) in Phasen restriktiver Noten-

-
- 1) Zumal eine zu starke Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten eine erhebliche Abhängigkeit bewirken kann. Dies würde sich dann auf die Konditionen im Grundgeschäft so negativ auswirken, daß ein möglicher Vorteil mehr als aufgehoben werden würde.
 - 2) Es geht hier nur um eine Verstärkung von Kundenanzahlungen.

bankpolitik u.U. vornehmen.

Abgesehen davon, daß auch hier der Kreis der Unternehmen, die einen Bankkredit bei ausländischen Kreditinstituten erhalten können, nur sehr begrenzt ist, muß die Konditionendifferenz zu den ausländischen Märkten in der Regel größer Null sein.

Dabei errechnet sich die Konditionendifferenz nicht aus der einfachen Zinssatzdifferenz. Sie schließt vielmehr zusätzlich etwaige Kurssicherungskosten sowie die Spesen für Kurssicherungsgeschäfte ein.¹⁾

Ausländische Banken geben Kredite ohnehin nur in Fremdwährung²⁾, weswegen in der Regel diese Kurssicherungsgeschäfte vorgenommen werden müssen.

Da die Zinssatzdifferenz in der Regel durch die Kurssicherungskosten und Spesen kompensiert oder gar überkompensiert wird, besteht hieraus kein hinreichender Grund zur verstärkten Finanzierung mit kurz- und/oder mittelfristigen Bankkrediten im Ausland.³⁾ Insofern ist zumeist die angespannte Liquiditätslage des inländischen Bankensystems und die daraus resultierende verminderte Kreditherauslagebereitschaft der inländischen Banken der maßgebliche Grund für die stärkere Kreditfinanzierung im Ausland.⁴⁾

Inländische Industrie-Aktiengesellschaften haben zudem die Möglichkeit einer verstärkten Außenhandelsfinanzierung im Ausland.⁶⁾ Diese werden sie sicherlich verstärkt nutzen, wenn ihnen dazu die Gelegenheit ge-

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.7.

2) Es sei denn, daß ein Kredit in DM-Valuta über den Euro-Devisenmarkt gegeben wird.
Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.7.

3) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.7.

4) Vgl. Ebenda.

5) Eine ähnliche Auffassung hat auch Otmar Emminger, Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, auf der XVI. kreditpolitischen Tagung, veranstaltet von der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, am 5.11.1970 vertreten.
Vgl. NN, "Euromarkt wurde Ersatznotenbank", in: Die Welt, Nr. 259 v. 6.11.1970, S. 14.

6) Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., 7.

gegeben wird.

Schließlich besteht die Möglichkeit, daß die Phase restriktiver Notenbankpolitik eines Landes mit Gerüchten einer Aufwertungsspekulation um seine Währung zeitlich zusammenfällt.

In diesem Fall dürfte es für die inländischen Industrie-Aktiengesellschaften leicht sein von ausländischen Abnehmern Anzahlungen erhalten, wenn die Kontrakte in einheimischer Währung valutiert sind.¹⁾

Auch inländische Industrie-Aktiengesellschaften, die in ausländischem Besitz sind, können damit rechnen von ihrer Muttergesellschaft verstärkt Kredite zu erhalten.²⁾ Dies dürfte im Normalfall ohnehin in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik praktiziert werden.³⁾

Fassen wir unsere Überlegungen zusammen, so nehmen wir für die mittel- und kurzfristige Finanzierung folgendes Verhalten an.

Die Industrie-Aktiengesellschaften finanzieren sich verstärkt durch die Aufnahme mittel- und/oder kurzfristiger Bankkredite im Inland. Dabei wird besonders die Nachfrage nach mittelfristigen Bankkrediten ansteigen.

Weiter vermuten wir, daß eine vermehrte Finanzierung durch Lieferantenkredite und/oder Kundenanzahlungen kaum denkbar ist.

Soweit Unternehmen mittel- und/oder kurzfristige Bankkredite im Ausland erhalten, werden sie bei gegebenem Konditionengefälle oder Konditionenparität und verminderter Kreditherauslagefähigkeit der inländischen Banken hierauf zurückgreifen.⁴⁾

Schließlich könnte der Fall eintreten, daß die Industrie-Aktiengesellschaften ihre Außenhandelsfinanzierung ins Ausland verlagern.

-
- 1) Einheimische Währung ist die Währung der inländischen Industrie-Aktiengesellschaften.
 - 2) Hier treffen sich das Spekulationsmotiv bei der Muttergesellschaft, die allgemein bestehende Valutarisiken vermeiden kann und der Finanzierungswunsch des inländischen Unternehmens.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 80.

Für den Sonderfall des zeitlichen Zusammenfallens restriktiver Notenbankpolitik und einer Aufwertungs-spekulation um die heimische Währung war eine verstärkte Finanzierung durch Kundenanzahlung vermutet worden. Inländische Industrie-Aktiengesellschaften, die in ausländischem Besitz sind werden, so vermuten wir, verstärkt Kredite ihrer Muttergesellschaften erhalten.

Soweit verstärkte Auslandsfinanzierung erfolgt, nehmen die inländischen Unternehmen aber in der Regel in Kauf, daß die Kredite kaum prolongiert werden können. Außerdem sind die Liquiditätsrisiken nicht unerheblich, da Kredite in bestimmte Situationen u.U. sehr schnell gekündigt werden.¹⁾

aa₂ Annahmen über das Finanzierungsverhalten mit außenfinanziertem Eigenkapital.

Die Finanzierung eines gegebenen Kapitalbedarfs durch die Zuführung neuen Beteiligungskapitals von außen wird in der Regel als eine recht kostspielige Finanzierungsmethode angesehen.

In der Regel ist dabei die Finanzierung mittels einer Kapitalerhöhung durch Aktienemission um so günstiger, je weiter der Emissionskurs vom Nominalkurs entfernt liegt.

Da mit einem hohen Emissionskurs das Agio steigt,²⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 79.

3) Vgl. NN, Auslandsschulden nicht gefährlich, in: Die Welt, Nr. 280 v. 2.12. 1970, S. 13.

4) Dabei weist Oswald Hahn auf die Nachteile ausländischer Kredite gegenüber inländischen Es sind dies eine fehlende Prolongationsmöglichkeit und das hohe Liquiditätsrisiko.
Vgl. Oswald Hahn, Die Auswirkungen..., a.a.O., S.7.

1) Vgl. Ebenda.

2) Vgl. Max Kühner, Die Beteiligungsfinanzierung der Aktiengesellschaft, in: Oswald Hahn, Handbuch ..., a.a.O., S. 482.

wird die Aktiengesellschaft daran interessiert sein bei einem möglichst hohen Emissionskurs Eigenkapital durch Aktienemission zu beschaffen.¹⁾

Nun ist aber durch die Höhe des Börsenkurses ein wesentlicher Bezugspunkt für den Emissionskurs gegeben.

Zwischen beiden Kursen besteht eine eindeutig positive Korrelation.

Gelingt es nun der Notenbank durch ihre restriktive Politik das Kursniveau am Aktienmarkt zu drücken²⁾, so könnten die Industrie-Aktiengesellschaften zu einer verringerten Emissionsaktivität an diesem Markt veranlasst werden.

Wesentlich ist aber, daß die restriktive Notenbankpolitik einen Senkungseffekt auf das allgemeine Kursniveau ausübt.

Dieses scheint uns zumindest für die erste zeitliche Spanne einer Restriktionsphase nicht unbedingt wahrscheinlich.

Die Industrie-Aktiengesellschaften haben während dieses Zeitraumes in der Regel hohe Auftragsbestände und fahren eine vollausgelastete Produktion.

Insofern werden die potentiellen Anleger an der Börse auch während dieser Phase die Zukunftsentwicklung positiv beurteilen. Ist dies der Fall, so wird das allgemeine Kursniveau hoch sein³⁾, was sich entsprechend auf die Emissionskurse auswirken würde.

Im weiteren Verlauf der Phase restriktiver Notenbankpolitik wird das entsprechend eingesetzte Instrumentarium aber sicherlich dann auf den Markt durchschlagen.

1) Vgl. Max Kühner, Die Beteiligungsfinanzierung..., a.a.O., S. 482.

2) Dieser Fall könnte bei gegebenem Gleichgewichtszustand eintreten, wie Lipfert ihn in einem Denkmodell skizziert.- Dann hätte z.B. eine Diskontsatzserhöhung einen Pessimismuseffekt, was zu entsprechenden Kurssenkungen führen würde und in in positiver Korrelation hierzu die Emissionsaktivitäten drosseln würde.

3) Allerdings wird dies nicht unbedingt für alle Unternehmen aller Branchen der Fall sein. Hier können durchaus unternehmens- und branchenspezifische Sonderentwicklungen stattfinden.

wenn das Börsenpublikum die Zukunftsentwicklung der Industrie-Aktiengesellschaften nicht mehr so positiv beurteilt.¹⁾

Treffen unsere Annahmen zu, dann würden die Industrie-Aktiengesellschaften in der ersten zeitlichen Spanne einer Phase restriktiver Notenbankpolitik verstärkt Eigenkapitalzuführungen durch Aktienemission vornehmen.²⁾

Wir nehmen weiterhin an, daß sich im weiteren Verlauf einer Phase restriktiver Notenbankpolitik die Emissionsaktivitäten der Industrie-Aktiengesellschaften auf dem Aktienmarkt vermindern, wobei dies von einer sinkenden Kurstendenz abhängt.

Die Tendenz zur verstärkten Finanzierung über den Aktienmarkt wird zu Beginn einer restriktiven notenbankpolitischen Phase dadurch verstärkt, daß die verminderte Nachfrage auf dem Rentenmarkt substituiert werden kann.

Außerdem, so auch Glöggler,³⁾ kann eine verbreiterte Grundkapitalbasis für einen späteren Zeitraum die Ausgangsposition für eine vermehrte Kreditaufnahme gelegt werden.

Sinkt das Kursniveau auf dem Aktienmarkt zu stark, so können die Industrie-Aktiengesellschaften durch die Emission von Optionsanleihen -hier zunächst im weiteren Sinne verstanden- langfristiges Fremdkapital zu er-

1) Auch hier können Sonderentwicklungen bei einzelnen Gesellschaften oder Gesellschaften bestimmter Branchen eintreten.

2) Axel Glöggler kommt in seiner Arbeit zu dem gleichen Schluß, wobei er aber seine Aussage im Hinblick auf die Aktiengesellschaften allgemein trifft. Vgl. Axel Glöggler, Die Liquiditätstheorie des Geldes. Ein empirischer Test für die Bundesrepublik Deutschland. Mit einem Nachwort von Ernst Dürr, in: Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Band 19, Herausgegeben von Ernst Tuchteld, Freiburg im Breisgau 1972, n2, S. 228.

3) Vgl. Axel Glöggler, Die Liquiditätstheorie..., a.a.O., S. 232

4) Dabei ist es unserer Ansicht nach gleichgültig, ob das so hereingenommene Kapital zur Investitionsfinanzierung oder Konsolidierung von Fremdkapital verwendet wird. Allenfalls die graduelle Verbesserung wäre im zweiten Verwendungsfall höher.

halten. Aus diesem Emissionsvorgang kann dem Unternehmen später neues Eigenkapital zufließen.

Die beiden Formen wären einmal die Wandelschuldverschreibung. Bei ihr kann der Obligationär zu einem bestimmten Zeitpunkt entscheiden, ob er zukünftig Aktionär des Unternehmens werden, oder weiterhin nur noch als Inhaber einer normalen Obligation fungieren möchte.¹⁾

Die zweite Form, die Bezugsrechtobligation - "Optionsobligation im engeren Wortsinne"²⁾ - bietet dem Obligationär zu einem bestimmten Zeitpunkt die Möglichkeit neben seiner weiterhin laufenden Gläubigerfunktion zusätzlich die des Aktionärs einzunehmen. Er kann aber auf diese Zusatzfunktion verzichten.³⁾

Wesentlich ist, daß die neuen Obligationäre dem Unternehmen ihr Fremdkapital zu einem relativ niedrigen Zinssatz überlassen. Dadurch erhält die Unternehmung zunächst also Fremdkapital, welches sie auf dem Anleihemarkt während der laufenden restriktiven notenbankpolitischen Phase nicht so kostenkünstig erhalten würde.

Auf der anderen Seite besteht für die Unternehmung das Risiko, daß die Obligationäre zum Optionszeitpunkt zu günstig "in den Besitz der Aktien gelangen."⁴⁾ Ob dieser Weg der Kapitalbeschaffung überhaupt beschritten wird, muß in jedem Einzelfall abgewogen werden. Es bietet sich aber immerhin die Möglichkeit in Zeiten, zu denen Eigenkapital nicht günstig erhältlich

1) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalformen..., a.a.O., S. 58.

2) Oswald Hahn, Die Kapitalformen..., a.a.O., S. 59.

3) Die gesamte Problematik der Wandelanleihe soll hier nicht abgehandelt werden. Vgl. dazu: Hans Ulrich Surkamp und Horst Weissenfeld, Wandelschuldverschreibungen, in Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 34, Hrsg.: Ph. Möhring und H. Rittershausen, Frankfurt/ Main 1966.

4) Wilfried Störle, Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: Oswald Hahn, Handbuch..., a.a.O., S. 388.

und langfristiges Fremdkapital nur zu erhöhten Kosten beschaffbar ist, langfristiges Kapital zu erhalten, welches dazu verhilft, zu einem späteren Zeitpunkt die Eigenkapitalbasis zu erweitern.¹⁾

Die Beschaffung mit Hilfe dieser Finanzierungsmethoden ist für die Unternehmung in einer Phase restriktiver Notenbankpolitik interessant, wenn die Kapitalmarktlage schwierig zu werden beginnt. In dieser Situation kann die Industrieaktiengesellschaft versuchen, neue Schichten von Kapitalanlegern zu gewinnen.²⁾

Fassen wir unsere Überlegungen zusammen, so kommen wir im Ergebnis zu folgenden Annahmen:

Die Industrie-Aktiengesellschaften finanzieren sich zu Beginn einer Phase restriktiver Notenbankpolitik in einem möglichst großen Umfang mit außenfinanziertem Eigenkapital. Im weiteren Verlauf einer restriktiven notenbankpolitischen Phase werden diese Finanzierungsaktivitäten nachlassen.

Zeitweise ist eine gewisse Substitution der verringerten Außenfinanzierung mit Eigenkapital durch die Emission von Wandel- oder Bezugsrechtobligationen möglich.

1) Aber nur dann, wenn weitgehend von dem Recht der Konversion oder vom Bezugsrecht gebrauch zu machen.

2) Vgl. Wilfried Störrle, Eigen- oder Fremdfinanzierung..., a.a.O., S. 388.

cc Ergebnis.

Ausgangspunkt unserer Überlegungen war die Frage, ob restriktive Notenbankpolitik irgendwelche Auswirkungen auf die Art der Finanzierung und somit das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften haben würde.

Wäre dies der Fall, so wäre zu überlegen, wo denn die Verhaltensänderungen eintreten würden.

Grundsätzlich hatten wir die Verhaltensänderung bei der Kapitalbeschaffung in Reaktion auf restriktive Notenbankpolitik bejaht.

Zunächst hatten wir eine Verstärkung der Innenfinanzierung an der Gesamtfinanzierung angenommen.

Wir nahmen weiter an, daß die verstärkte Innenfinanzierung durch erhöhte langfristige Rückstellungen und/oder langfristige steuerbegünstigte Rücklagen vorgenommen wird.

Im Rahmen der Außenfinanzierung unterstellten wir eine verminderte langfristige Fremdfinanzierung, wobei hier eine Verschiebung zur Finanzierung durch die Aufnahme von Schuldscheindarlehen und/oder langfristige Bankkredite vermutet wurde. Weiter wurde angenommen, daß die Finanzierung über den Rentenmarkt erheblich rückläufig ist.

Weiterhin wurde angenommen, daß die Finanzierung durch die Aufnahme mittel- und/oder kurzfristiger Bankkredite verstärkt werden würde.

Eine verstärkte Finanzierung durch Lieferantenkredite würde nur bei zinslos erhältlichen Krediten vorgenommen werden.

Die Fremdfinanzierung durch Kreditaufnahme im Ausland würde bei Bankkrediten aller Fristigkeiten ohnehin nur von Unternehmen durchgeführt werden können, die entsprechendes Ansehen genießen würden. Soweit ein entsprechendes Konditionengefälle zum Ausland gegeben wäre,

würden diese Unternehmen sicherlich in einer Phase restriktiver Notenbankpolitik vermehrt derartige Kredite aufnehmen.

Alle Industrie-Aktiengesellschaften würden versuchen die Außenhandelsfinanzierung ins Ausland zu verlegen. Inländische Unternehmen, die in ausländischem Besitz seien, würden versuchen eine verstärkte Fremdfinanzierung im Ausland bei ihren Muttergesellschaften zu betreiben.

Sollte eine Phase restriktiver Notenbankpolitik mit einer Aufwertungsspekulation gegen die inländische Währung zeitlich zusammenfallen, so würden inländische Industrie-Aktiengesellschaften u.U. verstärkt mit Kundenanzahlungen aus dem Ausland finanzieren.

Schließlich nahmen wir an, daß im ersten Zeitraum einer Phase restriktiver Notenbankpolitik die Finanzierung durch Emission von Aktien verstärkt durchgeführt wird. Für den weiteren Verlauf der Phase restriktiver Notenbankpolitik nahmen wir an, daß die Finanzierung durch Aktienemission eingeschränkt würde. Eine gewisse Substitution könnte kurzfristig durch die Emission von Wandel- oder Bezugsrechtobligationen vorgenommen werden.

Die Voraussetzung für die Veränderung des Finanzierungsverhaltens in Reaktion auf die restriktive Notenbankpolitik bildet aber immer der vorgeschaltete Prozeß der Neuformulierung des Zielsystems. Er muß in der Richtung laufen, daß die drei Ziele Liquidität, Sicherheit und Souveränität zugunsten des Zieles Rentabilität weniger stark verfolgt werden. Dieses wirkt sich dann in einem niedrigeren Anspruchsniveau an das zu finanzierende Kapital aus.

Wir wollen nunmehr unsere Annahmen über das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik überprüfen.

C. Untersuchung im Hinblick auf das Finanzierungsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften während verschiedener Phasen kontraktiver Notenbankpolitik am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland.

I. Charakterisierung der verschiedenen Phasen kontraktiver Notenbankpolitik sowie ihrer Auswirkungen auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte.

a) Darstellung der kontraktiven notenbankpolitischen Phasen.

Wir hatten bereits oben unsere Überlegungen im Hinblick auf eine offene Volkswirtschaft mit festen Wechselkursen und freier Konvertibilität abgestellt.¹⁾

Dieser Tatbestand ist für die Bundesrepublik Deutschland erst seit dem 29.Dezember 1958 erfüllt.²⁾³⁾

Deshalb sollen die verschiedenen Phasen kontraktiver Notenbankpolitik auch nur für den Zeitraum danach in die Untersuchung einbezogen werden.

Die Analyse schließt mit dem 10.Mai 1971 ab, da mit diesem Tag die Deutsche Bundesbank von der Interventionspflicht gegenüber dem US-Dollar befreit wurde, was einer Aufhebung der Wechselkurse gleichkam.⁴⁾⁵⁾⁶⁾

Damit war aber eine der drei Prämissen, die oben vorangestellt worden war, nicht mehr gegeben.

1) Vgl. S.7.

2) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.12 (Dezember) 1958, S.3ff.

3) Vgl. Der Bundesminister für Wirtschaft: Runderlaß Außenwirtschaft Nr.60/58 vom 29.12.1958.

4) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.5 (Mai) 1971, S.7ff.

5) Die Deutsche Bundesbank wies aber gleichzeitig darauf hin, daß die Parität der DM weiter bestehen bleibe, da die Parität "u.a. bedeutsam als Umrechnungsfaktor bei der Festlegung d.Interventionspreise(...) für Marktordnungswaren im Rahmen der EWG-Agrarmarktordnung" sei. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.5 (Mai) 1971, S.9,Fußnote 1.

Die Methode der zeitlichen Bestimmung der verschiedenen Phasen restriktiver Notenbankpolitik richtet sich hier nach denen der Deutschen Bundesbank¹⁾ bzw. der Literatur.²⁾

Damit ist der jeweilige Phasenbeginn durch den kontraktiv wirkenden Einsatz von Diskontsatz- und/oder Mindestreservesatzerhöhungen gekennzeichnet.³⁾

Abgeschlossen wird die kontraktive Phase jeweils mit dem Ende des Quartals, in dem die Deutsche Bundesbank ihr Instrumentarium zuletzt restriktiv eingesetzt hat.⁴⁾

Wenn im Verlauf einer kontraktiven Phase kurzfristig gewisse Lockerungen durch die Zentralbank vorgenommen werden, so ist dadurch eine kontraktive Phase nach unserer Ansicht noch nicht beendet.⁵⁾ Vielmehr muß der restriktiv wirkende Einsatz von Instrumenten endgültig beendet sein.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 87

6) In der Zeit vom 29. September 1969 - 26. Oktober 1969 ist desgleichen eine Einstellung der Interventionen am Devisenmarkt durch die Deutsche Bundesbank erfolgt, was einer Freigabe des DM-Wechselkurses entsprach. Der relativ kurze Zeitraum der Kursfreigabe muß aber hier leider unberücksichtigt bleiben, weil das vorliegende statistische Material keine Herauslösung zulässt. Allerdings wird jeweils an geeigneter Stelle auf diesen Tatbestand hingewiesen.

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1967, o.O., o.J., S. 30 - Graphik.

2) Vgl. Ernst Dürr, Probleme der Konjunkturpolitik, a.a.O., S. 178 ff.
Vgl. Claus Köhler, Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1967, S. 79 ff.

3) Vgl. Axel Glöggler, Die Liquiditätstheorie des Geldes, a.a.O., S. 114 f, Fußnote Nr. 9.

4) Vgl. Ebenda.

5) So z.B. am 1. Dezember 1965, als die Deutsche Bundesbank die Mindestreservesätze auf Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen um 10% senkte, wovon die Mindestreservesätze für Spareinlagen ausgenommen waren. Diese Erleichterung wurde am 1.1.1966 wieder aufgehoben.
Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, o.O., o.J., S. 116.

Die verschiedenen Phasen restriktiver Notenbankpolitik beziehen sich für die Bundesrepublik Deutschland für den untersuchten Zeitraum auf folgende Perioden :

Tabelle 1 :	
Phasen restriktiver Notenbankpolitik in der Bundesrepublik Deutschland 1957 - 1971.	
Phase	Zeitraum
Phase 1	September 1959 - September 1960
Phase 2	August 1964 - Juni 1966
Phase 3	April 1969 - Mai 1971 ¹⁾

Die verschiedenen Phasen kontraktiver Währungsbankpolitik unterscheiden sich sowohl hinsichtlich ihrer Dauer als auch dem Umfang und der Intensität des eingesetzten Instrumentariums.

Während der drei Phasen wurden folgende restriktive Maßnahmen wirksam :

1. Phase 1

(September 1959 - September 1960)²⁾

4. September 1959

Anhebung des Diskontsatzes von 2,75% auf 3 % sowie des Lombardsatzes von 3,75% auf 4 %.

Im Verlauf des Septembers wurden die Abgabesätze für Offenmarktpapiere in drei Schritten um insgesamt 3/4 % angehoben.

1) Hier wird auf Grund der oben vorgenommenen Feststellung die Untersuchung mit Mai 1971 eingestellt. Vgl. S. 87.

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1959, o.O.,o.J., S. 35 ff.

Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1960, o.O.,o.J., S. 36 ff.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 90.

1. Oktober 1959

Kürzung der Rediskontkontingente um ca.20% durch Anwendung eines neuen Bemessungsverfahrens.

23.Oktober 1959

Erhöhung des Diskontsatzes von 3% auf 4% sowie des Lombardsatzes von 4% auf 5%.

Anhebung der meisten Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 1%.¹⁾ Gleichzeitig wurden durch die Bundesbank Mobilisierungstitel mit einer Laufzeit von 1¹/₂ - 2 Jahren angeboten.

1. November 1959

Erhöhung der Mindestreservesätze um 10% ihres jeweiligen Standes vom Oktober 1959. Dadurch wurden ca. Mio DM 750 dem Geschäftsbankensystem entzogen.

1. Januar 1960

Erhöhung der Mindestreservesätze um 10% des jeweiligen Standes vom Oktober 1959. Gleichzeitige Belegung der Zuwächse an reserveverpflichtigen Auslandsverbindlichkeiten gegenüber dem jeweiligen Stand vom November 1959 mit den Höchstsätzen. Zuwachs der Sichtverbindlichkeiten mit 30%, befristete Verbindlichkeiten mit 20% und Spareinlagen mit 10%. Stillgelegt wurden dadurch ca. Mio DM 900 bis Mio DM 1000.

1. März 1960

Erhöhung der Mindestreservesätze um 20% ihres Standes vom Oktober 1959. Durch diese Maßnahmen wurden ca. Mrd.DM 1,6 gebunden. Gleichzeitig erfolgte eine Kürzung.

Fortsetzung der Fußnote 2 von S. 89

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Nr.10(Oktober) 1959, S.3;Nr.12(Dezember)1959,S.3f;Nr.1(Januar)1960,S.3f; Nr.2(Februar)1960,S.3ff;Nr.4(April)1960,S.3;Nr.6(Juni) 1960,S.3f;Nr.11(November)1960,S.3f.

- 1) Eine Woche vorher waren die Abgabesätze für Geldmarktpapiere allerdings um 1/8% gesenkt worden.
Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1959, o.O.,o.J.,S.35.

der Rediskontplafonds um 10% bei den ersten Mio DM 5 um 30% vom restlichen, diesen übersteigenden Betrag.

1. Juni 1960

Anhebung der Mindestreservesätze für Sicht- und Termineinlagen um 15% sowie derjenigen für Spareinlagen um 10% des jeweiligen Standes vom Oktober 1959. Dadurch wurden ca. Mrd. DM 1,0 stillgelegt.

3. Juni 1960

Erhöhung des Diskontsatzes von 4% auf 5% sowie des Lombardsatzes von 5% auf 6%. Gleichzeitig wurden die Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 3/4% - 7/8% angehoben.

Im Einvernehmen mit dem Bundesminister für Wirtschaft wurde ein Verzinsungsverbot für Ausländereinlagen erlassen, wobei davon lediglich Spareinlagen von Ausländern natürlicher Person ausgenommen wurden. Verbot des Verkaufs von Geldmarktpapieren an Devisenausländer.

1. Juli 1960

Einführung einer Sonder-Mindestreserve in Form des Zuwachses an Verbindlichkeiten gegenüber dem Durchschnittsstand der Monate März bis Mai für Sichtverbindlichkeiten in Höhe von 30%, befristete Verbindlichkeiten in Höhe von 20% und Termineinlagen in Höhe von 10%.

2. P h a s e 2
(August 1964 - Juni 1966)¹⁾²⁾

1. August 1964

Erhöhung der Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Inländern um 10%.

22. Januar 1965

Erhöhung des Diskontsatzes von 3,5% auf 4% sowie des Lombardsatzes von 4,5% auf 5%.

Gleichzeitige Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 5/8% - 6/8%.

1. Oktober 1965

Senkung der Norm-Rediskontkontingente.

1. Dezember 1965

Senkung der Mindestreservesätze auf Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen um 10%. Ausgenommen davon waren die Mindestreservesätze auf Spareinlagen.

1. Januar 1966

Erhöhung der im Dezember herabgesetzten Mindestreservesätze auf den alten Stand vor dem 1. Dezember 1965.

7. Januar 1966

Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 1/8% - 6/8%.

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1965, o.O., o.J., S.17ff.

Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, o.O., o.J., S.37ff.

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Nr.1(Januar) 1965, S.3f.; Nr.8(August)1965, S.3f.; Nr.5(Mai)1966, S.3f.

Deutsche Bundesbank: Die währungspolitischen Institutionen..., a.a.O., S.40ff.

2) Schon mit dem 9.Juli 1964 waren die Rediskontplafonds der Kreditinstitute um die Summe der zusätzlichen Auslandskreditaufnahme gekürzt worden.

Vgl. Ebenda.

23. Februar 1966

Erhöhung der Abgabesätze für einen Teil der Geldmarktpapiere um 1/8%.

4. März 1966

Anhebung der Abgabesätze für einen Teil der Geldmarktpapiere um 1/8%.

1. Mai 1966

Senkung der Norm-Rediskontkontingente.

27. Mai 1966

Erhöhung des Diskontsatzes von 4% auf 5% sowie des Lombardsatzes von 5% auf 6,25%.

Gleichzeitige Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 2/8% - 1%.

3. P h a s e 3

(April 1969 - Mai 1971)¹⁾

18. April 1969

Erhöhung des Diskontsatzes von 3% auf 4% sowie des Lombardsatzes von 4% auf 5%.

Gleichzeitige Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 5/8% - 1%.

1. Juni 1969

Erhöhung der Mindestreservesätze um ca. 15% für Verbindlichkeiten gegenüber Deviseninländern sowie um ca. 50% bei Verbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern. Durch diese Maßnahme wurden ca. Mrd.DM 2,5 gebunden.

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, o.O., o.J., S. 15ff
Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, o.O., o.J., S. 13ff.
Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, o.O., o.J., S. 15ff.

Fortsetzung der Fußnote auf S. 94.

1. Juli 1969

Kürzung der Rediskontplafonds um 20%.

1. August 1969

Erhöhung der Mindestreservesätze auf Verbindlichkeiten gegenüber Devisenin- und -ausländern um 10%.

Dem Geschäftsbankensystem wurden hierdurch ca. Mrd.DM 1,6 entzogen.

11. September 1969

Anhebung des Diskontsatzes von 5% auf 6% sowie des Lombardsatzes von 6% auf 7,5%.¹⁾

28. August 1969

Einschränkung der Freistellung von Verbindlichkeiten aus Zinsarbitragegeschäften von der Mindestreservepflicht.

12. September 1969

Erhöhung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 6/8% - 1%.

29. September 1969 - 26. Oktober 1969

Einstellung der Interventionen am Devisenmarkt durch die Deutsche Bundesbank.

27. Oktober 1969

Neue Parität der DM gegenüber dem US-Dollar. Danach 1 US-Dollar = 3,66 DM.

1. November 1969

Senkung der Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten

Fortsetzung der Fußnote Nr. 1 von S.93.

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Nr.5(Mai) 1969, S.5; Nr.7(Juli)1969, S.5f.;Nr.8(August)1969,S.5; Nr. 12 (Dezember)1969,S.5f.;Nr.3(März)1970,S.5; Nr.7(Juli) 1970,S.5f.;Nr.8(August)1970,S.5; Nr.12(Dezember)1970, S.5f.;Nr.4 (April)1971, S.5.

1) Allerdings entfielen bis dato bestehende Sonderlombardsätze.

gegenüber Deviseninländern und -ausländern, wobei die Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Deviseninländern für alle drei Gruppen um 10% gesenkt wurden. Die Senkung der Mindestreservesätze für Verbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern wurde im stärkeren Maße vorgenommen. Gleichzeitig wurde die 100 %ige Zuwachsreserve für Auslandsverbindlichkeiten aufgehoben. Durch diese Maßnahmen wurden ca. Mrd.2 freigesetzt.

4. Dezember 1969

Anhebung des Lombardsatzes um 1,5% auf 9%. Senkung der Mindestreservesätze um 10%.

8. Dezember 1969

Erhöhung der Abgabesätze für einen Teil der Geldmarktpapiere um 2/8% - 4/8%.

18. Dezember 1969

Beseitigung der Einschränkung der Freistellung von Verbindlichkeiten aus Zinsarbitragegeschäften von der Mindestreserverpflicht.

1. Januar 1970

Erhöhung der Mindestreservesätze um 10%.

9. März 1970

Erhöhung des Diskontsatzes von 6% auf 7,5% sowie des Lombardsatzes von 9% auf 9,5%.

Gleichzeitige Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 6/8% - 1 4/8%.

13. Mai 1970

Kürzung der Rediskontplafonds der Geschäftsbanken.¹⁾

1. Juli 1970

Erhöhung der Mindestreservesätze um 15%.

Dadurch wurden Mrd.DM 3 dem Geschäftsbankensystem entzogen.

1) Die Kürzung erfolgte um den Betrag, der sich aus dem "Zuwachs an Verpflichtungen gegenüber Ausländern aus "Pensionsgeschäften", die unter dem Strich zu bilanzieren sind, und an Indossamentsverbindlichkeiten aus Wechselrediskontierungen im Ausland." Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, a.a.O., S.17.

16. Juli 1970

Senkung der Abgabesätze für einen Teil der Geldmarktpapiere um 2/8%.

Herabsetzung des Diskontsatzes von 7,5% auf 7% sowie des Lombardsatzes von 9,5% auf 9%.

4. August 1970

Erhöhung der Abgabesätze für einen Teil der Geldmarktpapiere um 1/8% - 4/8%.

1. September 1970

Einführung von einer zusätzlichen Mindestreserve bezogen auf den Zuwachs von reservepflichtigen Verbindlichkeiten des Durchschnittstandes der Monate April, Mai und Juni 1970. Dem Geschäftsbankensystem wurden damit ca. Mrd.DM 2,8 entzogen.

9. September 1970

Differenzierte Erhöhung bzw. Senkung von Abgabesätzen für einige Geldmarktpapiere.

21. Oktober 1970

Einschränkung von der Mindestreservefreistellung für Verbindlichkeiten aus Devisenarbitragegeschäften sowie "von der Kundschaft bei Dritten benutzte Kredite".

18. November 1970

Senkung des Diskontsatzes von 7% auf 6,5% und des Lombardsatzes von 9% auf 8%.

Gleichzeitige Herabsetzung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 2/8% - 4/8%.

3. Dezember 1970

Senkung des Diskontsatzes von 6,5% auf 6% und des Lombardsatzes von 8% auf 7,5%.

Gleichzeitige Herabsetzung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 2/8% - 6/8%.

30. Dezember 1970

Senkung einiger Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 2/8%.

12. Februar 1971

Senkung einiger Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 1/8%.

17. Februar 1971

Senkung einiger Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 2/8%.

9. März 1971¹⁾

Herabsetzung des Diskontsatzes von 6% auf 5% sowie des Lombardsatzes von 7,5% auf 6,5%.

Gleichzeitige Senkung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 1%.

Senkung der Rediskontkontingente um 10%.

19. April 1971

Herabsetzung einiger Abgabesätze für Geldmarktpapiere um 1/8%.

Da mit Wirkung vom 10. Mai 1971 der Wechselkurs der DM freigegeben wurde, endet mit diesem Zeitpunkt die Untersuchung für diesen Zeitraum kontraktiver Währungsbankpolitik.

1) Auch nach der Senkung des Diskont- und Lombardsatzes ist die Politik der Deutschen Bundesbank als weiterhin restriktiv anzusehen, da gleichzeitig die Rediskontkontingente um 10% gesenkt wurden. Die Herabsetzung des Diskont- und Lombardsatzes erfolgte nach Aussagen des Bundesbankpräsidenten Karl Klasen lediglich auf Grund des außenwirtschaftlichen Drucks.

Vgl. N.N., Diskontsenkung kein Konjunktursignal. Bundesbank will Devisenzustrom drosseln, in: Die Welt, Nr. 77 vom 1.4.1971, S.11.

4. Vergleich der drei Phasen kontraktiver Notenbankpolitik

Ein Vergleich der drei Phasen kontraktiver Notenbankpolitik zeigt, daß sie sich zunächst in ihrer zeitlichen Dauer unterscheiden.

Während die erste Phase 1959/1960 lediglich einen Zeitraum von ca. einem Jahr andauerte, setzte die Deutsche Bundesbank ihre restriktiven Maßnahmen während der Phasen 1964 / 1966 und 1969 / 1971¹⁾ über eine Zeitspanne von mehr als zwei Jahren ein.

Aber auch der Intensitätsgrad des eingesetzten Instrumentariums zeigt Unterschiede.

So sind, wie aus der nachfolgenden Tabelle Nr. 2 hervorgeht, die Instrumente der Lombard- und Diskontsatzpolitik im Verlauf der Phasen 1959/1960 und 1964/1966 in etwa dem gleichen Intensitätsgrad eingesetzt worden, während vergleichsweise dazu diese Sätze in der Phase 1969/1971 bedeutend höher lagen.

So hat sich der Diskontsatz im Verlauf der ersten kontraktiven Phase von 2,75% auf 5% erhöht, im Verlauf der zweiten restriktiven Periode von 3% auf 5% und in der dritten kontraktiven Phase von 3% auf 7,5%. Allerdings ist die Deutsche Bundesbank im Verlauf der dritten restriktiven Phase von diesem hohen Satz wieder zurückgegangen, wie Tabelle Nr.2 ausweist.

Während der ersten Phase hat der Lombardsatz immer um einen Punkt über dem Diskontsatz gelegen. Diese Entwicklung ist auch bis auf einen kurzen Zeitraum während der zweiten Phase gegeben. Erst ab Mai 1966 lag der Lombardsatz um 1,25 Punkte über dem Diskontsatz.

Im Verlauf der Phase 1969/1971 hat der Lombardsatz zwischen 1 und 3 Punkten über dem Diskontsatz gelegen.

1) Wobei der Zeitraum nach dem Mai 1971 hier nicht weiter berücksichtigt wird. Die Deutsche Bundesbank hat aber nach der Wechselkursfreigabe ihre restriktive Politik beibehalten.

Vgl. Claus Dertinger, Schocktherapie der Bundesbank, in: Die Welt, Nr.125 v. 5.Juli 1971, S.7.

Tabelle 2:

Zinssätze der Deutschen Bundesbank

Diskont-, Lombardsätze sowie Sonderzins für Kreditinstitute bei Überschreitung des Mindestreserve-Solls.

Gültig ab	Diskontsatz i.v.H.	Lombardsatz i.v.H.	Sonderzins für Kredit- institute bei Unter- schreitung des Mindest- reservesolls i.v.H. p.a. über Lombardsatz
1958			
17. Jan.	3 ¹ / ₂	4 ¹ / ₂	3
27. Juni	3	4	3
1959			
10. Jan.	2 ³ / ₄	3 ³ / ₄	3
4. Sept.	3	4	3
23. Okt.	4	5	3
1960			
3. Juni	5	6	3
11. Nov.	4	5	3
1961			
20. Jan.	3 ¹ / ₂	4 ¹ / ₂	3
5. Mai	3	4	3
1965			
22. Jan.	3 ¹ / ₂	4 ¹ / ₂	3
13. Aug.	4	5	3
1966			
27. Mai	5	6 ¹ / ₄	3
1967			
6. Jan.	4 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	3
17. Febr.	4 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	3
14. April	4 ¹ / ₂	4 ¹ / ₂	3
12. Mai	3	4	3
11. Aug.	3	3 ¹ / ₂	3
1969			
21. März	3	4	3
18. April	4	5	3
20. Juni	5	6	3
11. Sept	6	7 ¹ / ₂	3
5. Dez.	6	9	3
1970			
9. März	7 ¹ / ₂	9 ¹ / ₂	3
16. Juli	7 ¹ / ₂	9	3
18. Nov.	6 ¹ / ₂	8	3
3. Dez.	6	7 ¹ / ₂	3
1971			
1. April	5	6 ¹ / ₂	3

Quellen: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte div. Jahrgänge
1958 - 1971.

Die Mindestreservesätze bewegten sich während der Phase 1959/1960 bedeutend über denen der beiden anderen Perioden.

Der Grund lag sicherlich darin, daß zur Abschöpfung von entsprechender Liquidität einfach höhere Sätze notwendig waren, da der Umfang an mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten nicht so hoch war, wie in den beiden folgenden Phasen.

Auch in der restriktiven Periode 1964/1966 haben die Mindestreservesätze, wenn auch nur gering, über denen der Phase 1969/1971 gelegen.

Allerdings sind diese Sätze im Verlauf der Phase 1964/1966 nur insgesamt um 10% über den Ausgangssatz zu Beginn dieser Phase erhöht worden.¹⁾

Der Grund hat wohl darin gelegen, daß dem Geschäftsbankensystem, bedingt durch die defizitär gewordene Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland, ohnehin Liquidität entzogen wurde.²⁾

Schließlich fiel im Zeitraum 1964/1966 die kontraktive Politik der Deutschen Bundesbank zeitweise mit einem allgemeinen Konjunkturabschwung zusammen³⁾⁴⁾⁵⁾, weswegen möglicherweise die Intensität der kontraktiven Notenbankmaßnahmen nicht so groß sein musste, wie in der nachfolgenden restriktiven Phase.

-
- 1) Kurzfristig ist, wie Tabelle Nr.3 zeigt, eine Senkung der Mindestreservesätze erfolgt.
 - 2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1965, o.O., o.J., S.48.
 - 3) Vgl. Henner Kleinewefers, Die Politik der Deutschen Bundesbank in dem Konjunkturzyklus 1964 - 1968, in: Kredit und Kapital, 3.Jg.(1970), Heft 1, S.34 ff.
 - 4) Vgl. Heinz Müller, Die Bedeutung der time lags für die Wirksamkeit der Geld- und Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: WWA, Bd.100(1968,I) S. 279.
 - 5) Vgl. N.N., 20 Jahre Konjunkturpolitik. Fünfmal Boom, einmal Rezession, in: Wirtschaftswoche Nr.49, 4.12.1970, S.19.

Da die eingesetzten Maßnahmen während der verschiedenen Phasen bereits oben beschrieben worden sind, wird hier auf eine weitere Kommentierung verzichtet.

Im folgenden Abschnitt soll nun auf die Entwicklung an den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten während der drei restriktiven Phasen eingegangen werden. Dabei sollen die Auswirkungen der restriktiven Maßnahmen auf diese Märkte untersucht werden.

- b) Die Auswirkungen der restriktiven Politik der Deutschen Bundesbank auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte in der Bundesrepublik Deutschland.

Ein Vergleich aller drei Phasen kontraktiver Politik der Deutschen Bundesbank zeigt, daß die Maßnahmen in positiver Korrelation entsprechende Auswirkungen auf die Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte gehabt haben. Dieses wird bei den drei Phasen wie folgt sichtbar.

1. P_h_a_s_e_1

(September 1959 - September 1960)

Durch die entsprechenden Maßnahmen stiegen die Sätze für Dreimonatsgelder über den Diskont- und Lombardsatz, wodurch die Geschäftsbanken gezwungen wurden, sich zu erhöhten Kosten bei der Bundesbank zu refinanzieren. Eine günstigere Refinanzierung durch Aufnahme von ev. billigeren Dreimonatsgeldern war nicht möglich.

Schon dadurch war gesichert, daß die Geschäftsbanken, wollten sie nicht Rentabilitätseinbußen hinnehmen, die angezogenen Sätze für Diskont- und Lombardkredite ihren kreditorischen Kunden weitergeben mussten.¹⁾

Durch die Koppelung der Sollzinsen der Geschäftsbanken an den Diskont- bzw. Lombardsatz²⁾³⁾, war das steigende Zinsniveau der Geschäftsbanken in ihrem aktivischen Kreditgeschäft ex ante gesichert.

Bei diesen, mit dem Diskont- und/oder Lombardsatz gekoppelten Zinssätzen handelte es sich zwar um Höchst-

1) Bedingt durch das Habenzinsabkommen zogen auch die Zinssätze im Einlagengeschäft an, womit die Geschäftsbanken gezwungen waren höhere Zinssätze zu gewähren. Zwar handelte es sich um Mindestsätze, die aber auch in der Regel nur gewährt wurden (sieht man einmal von den sog. grauen Habenzinssätzen ab, die Großeinlegern gewährt wurden), aber auch die Einräumung von höheren Zinssätzen an die Einleger musste die Geschäftsbanken zu höheren Sollzinsen veranlassen.

Vgl. Abkommen über die Festsetzung von Höchstsätzen für hereingenommene Gelder (Habenzinsabkommen) vom 22. Dezember 1936 (RAnz. Nr. 299).

2) Vgl. Abkommen über die Berechnung der Zins- und Provisionsätze bei der Weitergabe von Geldern an Dritte (Sollzinsabkommen) vom 22. Dezember 1936 (RAnz. Nr. 299).

3) Die Höchstsätze für Wechsel- und Akzeptkredite waren an den Diskontsatz, die Sätze für Buchkredite an den Lombardsatz gekoppelt.

zinssätze, die im Rahmen von Sonderkonditionen unterschritten werden konnten¹⁾ und auch wurden, aber in der Regel wurden diese Sätze durch die Geschäftsbanken ihren Kunden berechnet.

Tabelle Nr. 3 zeigt die steigende Tendenz der wichtigsten Sollzinssätze in positiver Wechselbeziehung zu der des Diskont- bzw. Lombardsatzes.²⁾³⁾

Im Verlauf dieser Phase haben sich die Zinssätze für Kredite im Rahmen des Kreditvertrages von 7,25% bis zum Satz von 9,5% verschoben. Ähnlich, wenn auch auf anderem Niveau, zogen die übrigen Sätze, wie Tabelle Nr. 3 zeigt, an.

Inwieweit die Geschäftsbanken etwa gewährte Minderkonditionen abgebaut bzw. im Verlauf der kontraktiven Phase nicht mehr gewährt haben, kann nicht überprüft werden, weil empirisches Material nicht vorliegt.

Entsprechende Zinssteigerungstendenzen zeigten sich auch am Rentenmarkt. Das Kursniveau sank und entsprechend bewegten sich die Sätze der Umlaufrenditen nach oben. Neuemissionen konnten somit nur zu höheren Konditionen plazierte werden, was sich in steigenden Neuemissionsrenditen niederschlug.

Tabelle Nr. I (Anhang) zeigt die Renditeentwicklung bei festverzinslichen Wertpapieren. Die Emissionsrendite entwickelte sich so z.B. bei Pfandbriefen von 5,5% im September 1959 bis zum September 1960 auf 6,6%, wobei der Höchstsatz von 6,7% schon im Juni 1960 überschritten wurde. Der Umschwung zu wieder sinkendem Zinsniveau war durch die verstärkte Nachfrage von Ausländern nach festverzinslichen Werten ab Mitte 1960 eingetreten.⁴⁾

Auch am Aktienmarkt machte sich die restriktive Politik

1) Zumindestens für Kunden mit entsprechender Verhandlungsmacht, worauf Krümmel hinweist.
Vgl. Hans-Jacob Krümmel, Bankzinsen- Untersuchungen über die Preispolitik der Universalbanken, in: Schriftenreihe Annales Universitatis Saravensis, Habilitationsschrift an der Universität des Saarlandes v.2.Juli 1963, Köln/Berlin/Bonn/München 1964, S.291.
Fortsetzung der Fußnoten auf S.105.

Tabelle 3 :

Die Entwicklung der Diskont- und Lombardsätze sowie die einiger ausgewählter Sollzinssätze von 1958 - 1967.

Gültig ab	Diskontsatz	Lombardsatz	Zinssätze für Kredite im Rahmen des Kreditvertrages	Kontoüberziehungen	Wechseldiskontkredite 2000 DM und höher	5000 DM bis unter 20000 DM
1958 17. Jan.	3,5	4,5	8	9,5	5,5	6
27. Juni	3	4	7,75	9,25	5	5,5
21. Juli	3	4	7,5	9	5	5,5
1959 10. Jan.	2,75	3,75	7,25	8,75	4,75	5,25
4. Sept.	3	4	7,5	9	5	5,5
23. Okt.	4	5	8,5	10	6	6,5
1960 3. Juni	5	6	9,5	11	7	7,5
11. Nov.	4	5	8,5	10	6	6,5
1961 20. Jan.	3,5	4,5	8	9,5	5,5	6
5. Mai	3	4	7,5	9	5	5,5
1965 22. Jan.	3,5	4,5	8	9,5	5,5	6
1. März ¹⁾	3,5	4,5	8	9,5	bundesbankfähige Wechsel	
13. Aug.	4	5	8,5	10	6,5	
1966 27. Mai	5	6,25	9,5	11	7	
1967 17. Febr.	4	5	8,5	10	8	

1) ab 1.3.1965 gelten die Sätze der Zinsverordnung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen.

Bis dato erfolgte die Zusammenstellung auf Grund der Bekanntmachungen der Hessischen Bankaufsichtsbehörde. Diese Sätze galten in den meisten Bundesländern.

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.3(März) 1967, Stat. Teil, S. 55.

der Deutschen Bundesbank zunächst bemerkbar.¹⁾ Während bis Ende August 1959 die Kursentwicklung stetig nach oben verlaufen war, fiel das durchschnittliche Kursniveau im September 1959. Bis zum Januar 1960 konnte dieses Niveau aber wieder erreicht werden. Die weitere Kursentwicklung am Aktienmarkt zeigte dann bis zum Ende dieser restriktiven Phase steigendes Niveau. Tabelle II (Anhang) zeigt die Entwicklung der Durchschnittskurse und -renditen.

2. P h a s e 2

(August 1964 - Juni 1966)

Auch im Verlauf dieser Periode restriktiver Politik setzten sich die notenbankpolitischen Maßnahmen in positiver Korrelation an den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten der Bundesrepublik Deutschland durch.

Das Niveau am Markt für Dreimonatsgelder stieg im Zeitraum September 1964 bis Dezember 1964 stark an. Die Ursache dafür lag einmal in den angezogenen Mindestreservesätzen und in Devisenabflüssen, die den Geschäftsbankenapparat belastend beeinflussten.²⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 103.

- 2) Dieser Anstieg der Sollzinsen im Verhältnis zum Diskont- oder Lombardsatz vollzog sich allerdings nur nominal um den gleichen Satz, während die Erhöhung real geringer war.
Vgl. Oswald Hahn, Auswirkungen einer Diskonterhöhung ..., a.a.O., S. 1254.
- 3) Wenn auch die Geschäftsbanken kurzfristige Gelder, die sie im Ausland angelegt hatten, repatriierten, so hatten diese Maßnahmen kaum einen Erfolg, da das Instrument der Mindestreservepolitik durch entsprechenden Einsatz Liquidität dem Bankensystem entzog.
Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1959, o.O., o.J., S. 39f.
- 4) Zwei Faktoren bedingten diese verstärkte Nachfrage. Einmal konnte so das Verbot der Verzinsung von Ausländereinlagen umgangen werden und andererseits war ein Zinsgefälle zum Ausland entstanden, was eine Geldanlage in der Bundesrepublik für Ausländer vorteilhaft machte.
Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1960, o.O., o.J., S. 37f.
- 1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1959, a.a.O., S. 49.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 106.

Nachdem in den ersten Monaten des Jahres 1965 der Satz für Dreimonatsgelder gefallen war und unter oder auf dem Niveau des Diskontsatzes oszillierte¹⁾, zog dieser Satz in den folgenden Monaten wieder an. Ab September 1965 bewegte sich dieser Satz immer über dem Lombardsatz.

Die ab 22. Januar 1965 erhöhten Diskont- und Lombardsätze wurden durch die Geschäftsbanken an ihre kreditnachfragende Kundschaft weitergegeben.

Zwar war mit dem 1. März 1965 die neue Zinsverordnung in Kraft getreten²⁾, die aber in den wesentlichen Punkten denen der bisherigen Regelung entsprach. Nach dieser neuen Verordnung wurden die Höchstsätze für Buch-, Wechsel- und Akzeptkredite an den Diskontsatz gebunden. Die Erhöhung oder Senkung dieses Satzes musste am selben Tage in gleicher Richtung und nominalem Umfang auf die Zinssätze für Buch-, Wechsel- und Akzeptkredite entsprechende Auswirkungen haben.³⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 105

- 2) Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1967/68 - Stabilität im Wachstum, Stuttgart/Mainz 1967, Ziff. 193, S. 98.
- 1) Kurzfristig hatte sich der Satz für Dreimonatsgelder im Mai/Juni nach unten bewegt, da die Geschäftsbanken in Erwartung eines abermaligen anziehenden Diskontsatzes in verstärktem Maße bei der Bundesbank Wechselmaterial zum Rediskont eingereicht hatten. Die hierfür erhaltene Liquidität wurde am Geldmarkt angeboten, wodurch die Sätze an diesem Markt sanken.
Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.5(Mai) 1965, S.4.
- 2) Vgl. Verordnung über die Bedingungen, zu denen Kreditinstitute Kredite gewähren und Einlagen entgegennehmen dürfen (Zinsverordnung), BGBI. I S.33, § 22.
- 3) Gerade im Hinblick auf die garantierte Wirkung einer Diskonterhöhung in Form eines "Durchschlagens" auf die Kreditmärkte "in Zeiten restriktiver Kreditpolitik", war die Deutsche Bundesbank daran interessiert, daß die Zinsbindung für die Sollzinsen beibehalten wurde.
Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr. 3 (März) 1965, "Die Regelung der Bankkonditionen nach § 23 KWG (Zinsverordnung), S. 3.

Inwieweit bei angezogenen Sollzinsen bei den Krediten, die der Zinsbindung unterlagen, Minderkonditionen abgebaut oder nicht mehr eingeräumt wurden, kann hier nicht festgestellt werden, da auch hier empirisches Material fehlt.

Allerdings hat die Deutsche Bundesbank darauf hingewiesen, daß Minderkonditionen abgebaut worden sind.¹⁾

Auch auf dem Rentenmarkt zogen die Zinssätze an.²⁾ Schon ab Mitte 1964 ist ein steigendes Zinsniveau auf diesem Markt erkennbar, was sich in steigenden Umlaufs- und Neuemissionsrenditen abzeichnete.

Die von der Bundesbank angestrebte Zinssteigerungstendenz wurde durch drei Faktoren besonders unterstützt. Einmal wirkte sich 1964 die Diskussion um die Einführung einer 25%igen Kapitalertragssteuer bei festverzinslichen Wertpapieren deutscher Emittenten, die sich im Besitz von Gebietsfremden befinden, auf das Kurs- und damit Renditeniveau der Rentenwerte aus, denn dadurch sank die Nachfrage von Gebietsfremden nach diesen Werten. Andererseits trennten sich viele Anleger des gleichen Personenkreises von diesen Werten.³⁾

Daneben kauften im weiteren Verlauf die Geschäftsbanken kaum noch Rentenwerte für das eigene Portefeuille. Andererseits vollzog sich eine Umkehrung im Sparerverhalten.

Auf Grund der sich verschlechternden konjunkturellen Entwicklung legten die privaten Haushalte ihre Liquidität in kurzfristigen Termineinlagen an.⁴⁾

Aber auch andere Anlegergruppen, die als Nachfrager für

1) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.5(Mai) 1965, S.3.

2) Vgl. Industriekreditbank A.G., Geschäftsbericht für das Jahr 1965/1966, Düsseldorf 1966, S.18.

3) Vgl. Eleonore Littich, Die monetären und konjunkturellen Wirkungen des Restriktionskurses der Bundesbank von 1964 bis 1966, in: Wirtschaftskonjunktur, 20.Jg. (1968), Heft 1, S. 43.

4) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1965, S.54f.

den Rentenmarkt von Bedeutung waren, verminderten ihre Nachfrage.¹⁾

Die steigende Zinstendenz hielt am Rentenmarkt bis ca. September/Oktober 1966 an.²⁾³⁾ Danach erholte sich der Markt, was nicht durch eine gewisse Emissionsabstinenz der potentiellen Kapitalnachfrager bedingt war.⁴⁾

Die Renditen für im Umlauf befindliche Pfandbriefe bewegten sich zu Beginn dieser kontraktiven Phase um den Wert von 6,2%. Im Verlauf der Periode stieg diese Rendite bis auf ca. 8,0%. Bei den Emissionsrenditen für die gleichen Papiere ist eine ähnliche Tendenz erkennbar. Zu Beginn dieser Phase lag die Emissionsrendite für Pfandbriefe bei 6,2%. Sie stieg dann im Verlauf der Phase bis auf 8,3%. Tabelle I (Anhang) zeigt die Renditeentwicklung genauer.

Die Entwicklung am Aktienmarkt zeigt insgesamt eine ähnliche Tendenz, wie die des Rentenmarktes. Abgesehen von kurzfristigen Sonderbewegungen, sank das Kursniveau in den Jahren 1965 und 1966 beträchtlich unter das von 1964. Damit stieg natürlich die Aktienrendite ent-

-
- 1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1965, a.a.O., S.61 ff.
 - 2) Allerdings waren gewisse Erholungstendenzen schon ab Juli/August 1966 erkennbar.
 - 3) Wenn Eleonore Littich der Ansicht ist, daß die Deutsche Bundesbank den Kapitalmarkt mit ihren kontraktiven Maßnahmen nicht in diesem Maße treffen wollte, da dieser "nicht das primäre Zielgebiet der Restriktionspolitik war", so kann der Ansicht hier nicht gefolgt werden. Einmal mussten die kontraktiven Maßnahmen unvermeidlich auf diesen Markt durchschlagen und andererseits gibt es nach Kenntnis des Verfassers auch keinen entsprechenden Hinweis der Bundesbank auf diesen nicht gewünschten Effekt. Auch verwundert es, daß E. Littich ihre Aussage nicht durch einen entsprechenden Hinweis belegt.

Eleonore Littich, Die monetären..., a.a.O., S.46.

- 4) Allerdings, so schreibt die Deutsche Bundesbank, trug auch die verbesserte Liquiditätssituation des Geschäftsbankensystems dazu bei.
Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, a.a.O., S. 57.

sprechend. Kapitalbeschaffungen konnten über diesen Teilmarkt des Kapitalmarktes nur zu geringeren Emissionskursen vorgenommen werden als vor 1965.

Die rückläufige Entwicklung der Aktienkurse war aber nicht zuletzt durch die sich allgemein verschlechternde konjunkturelle Lage in der Bundesrepublik begründet, die sich im Verlauf des Jahres 1966 immer ungünstiger entwickelte.

Die Durchschnittskurse deutscher Aktien sanken vom Stand 364 im September 1964 bis zum Dezember 1966 auf 279.¹⁾

3. P_h_a_s_e_3

(April 1969 - Mai 1971)

Auch in der dritten Phase restriktiver Politik der Deutschen Bundesbank hatten die Maßnahmen entsprechende Auswirkungen auf die Geld-, Kredit-, und Kapitalmärkte. Da aber in diese Periode zwei Aufwertungsspekulationen fielen, konnten die kontraktiven Maßnahmen nicht immer in voller Intensität wirksam werden.

Auch war die Deutsche Bundesbank zeitweise gehindert, ihr Instrumentarium so einzusetzen, wie es eigentlich notwendig gewesen wäre.²⁾

So zogen zwar die Sätze für Dreimonatsgelder nach entsprechenden Erhöhungen der Diskont- und Lombardsätze sowie der Mindestreservesatzerhöhungen an, sie bewegten sich aber zumeist nur gering über dem Lombardsatz. Diese Entwicklung war durch den starken Zustrom an spekulativer Liquidität aus dem Ausland bedingt.³⁾ Die Geschäftsbanken fanden kaum Möglichkeiten, ihre überschüssige Liquidität am Tagesgeldmarkt anzulegen⁴⁾⁵⁾, weswegen der Markt für Dreimonatsgeld auch nicht die gewünschten Zinssatzsteigerungen zeigte.

1) Vgl. Tabelle Nr. I (Anhang

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 49ff.

3) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 12.

4) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 51.

5) So sanken die Tagesgeldsätze während der Monate April, Mai und Juni unter den Diskontsatz.

Vgl. Commerzbank A.G., Geschäftsbericht für das Jahr 1969, o.O., o.J., S. 23.

Erst ab September 1969 versteifte sich der Markt für Dreimonatsgelder den Wünschen der Deutschen Bundesbank entsprechend.¹⁾

Nach einer kurzen Zinssenkungsphase an diesem Markt, zog aber das Niveau im Jahr 1970 wieder an. Bis zum Januar 1971 bewegten sich die Sätze für Dreimonatsgelder dann immer über dem Lombardsatz.

Erst danach setzte sich dann wieder eine Zinssenkungstendenz durch, die drei Ursachen hatte.

Diese waren Senkungen der Diskont- und Lombardsätze im Dezember 1970 und April 1971.

Ein Zinsgefälle zum Ausland führte zu einem zinsinduzierten Liquiditätszufluss, der durch eine Aufwertungspekulation gegen die DM verstärkt wurde.²⁾

Während die Deutsche Bundesbank aber durch Maßnahmen der Mindestreservepolitik noch im Jahr 1970 den zinsinduzierten Liquiditätszufluss auffangen konnte³⁾, war sie gegen den spekulativ bedingten Zufluss machtlos.

Die Entwicklung der Zinssätze auf dem Markt für Bankkredite tendierte ebenfalls nach oben. Allerdings sind die Steigerungsraten zumindestens für Kontokorrentkredite nicht so erheblich während des Zeitraumes März bis September 1969 gewesen. Das lag offensichtlich daran, daß die Liquiditätssituation des Geschäftsbankensystems sehr gut war. Außerdem waren die Zinssätze für diese Kredite nicht mehr gebunden.⁴⁾ Tabelle Nr.4 zeigt einen Anstieg der Zinssätze für Kontokorrentkredite von 7,49% im Februar 1969 auf 8,92% im August 1969. In diesem Zeitraum war der Diskontsatz um nominal 2 Punkte, der für Kontokorrentkredite um nominal 1,43 Punkte angezogen.

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a. O., S. 51.

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, o.O., o.J., S. 54.

3) Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1971, Deutscher Bundestag, 6. Wahlperiode, Drucksache VI/2847, November 1971, S. 55, Ziff. 141.

4) Die Zinsverordnung wurde zum 1.4.1967 aufgehoben.

Tabelle 4

Die Entwicklung ausgewählter Zinssätze sowie die Veränderung i.v.H. im Vergleich zur Vorperiode von Februar 1969 - Mai 1971.

	Diskontsatz		Lombardsatz		Kontokorrent- ¹⁾³⁾		Wechseldiskont- ²⁾³⁾	
	Satz	Veränd. i.v.H.	Satz	Veränd. i.v.H.	kredite Satz	Veränd. i.v.H.	kredite Satz	Veränd. i.v.H.
1969								
Febr.	3,0	-	3,5	-	7,49	-	4,87	-
Mai	4,0	+33,33	5,0	+42,85	8,00	+ 6,80	5,73	+19,51
Aug.	5,0	+25,00	6,0	+20,00	8,92	+11,50	6,71	+17,10
Nov.	6,0	+20,00	7,5	+25,00	9,85	+ 7,40	7,57	+12,82
1970								
Febr.	6,0	-	9,0	+20,00	10,13	+ 9,48	8,40	+10,96
Mai	7,5	+25,00	9,5	+ 5,55	11,55	+14,11	9,76	+16,19
Aug.	7,0	- 6,66	9,0	- 5,26	11,38	- 1,54	9,39	- 4,10
Nov.	6,5	- 7,14	8,0	-12,50	11,33	- 0,44	9,28	- 1,17
1971								
Jan.	6,0	- 7,69	7,5	- 6,25	10,70	- 5,56	8,26	-10,99
Febr.	6,0	-	7,5	-	10,66	- 0,36	8,15	- 1,09
Mai	5,0	-16,67	6,5	-13,33	9,88	- 7,33	7,15	-12,27

1) unter 1 Mio DM.

2) bundesbankfähige Abschnitte in Höhe von DM 5000 - DM 20 000.

3) durchschnittliche Zinssätze und deren Veränderung.

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.10(Oktober) 1971, S.33-eigene Berechnungen-Abweichungen durch Runden der Zahlen.

Die volle Wirkung der restriktiven Politik der Deutschen Bundesbank wurde auf diesem Markt nach der vollzogenen Aufwertung im Herbst 1969 sichtbar. Die Zinssätze für Kontokorrentkredite stiegen bis zum November 1970 auf 11,33% an, wobei der Diskont- und Lombardsatz schon wieder geringfügig gesenkt worden waren.

Nachdem schon Ende des Jahres 1970 geringe Zinssenkungstendenzen waren, sanken die Zinssätze für Kontokorrentkredite bis zum Mai 1971 auf 9,88%. Sie haben damit aber immer noch über dem Satz des November 1969 gelegen.

Die Entwicklung auf dem Kapitalmarkt verlief dagegen etwas differenzierter.

Bis zur Aufwertung der DM im Herbst 1969 stiegen die Umlaufs- und Neuemissionsrenditen am Rentenmarkt nur geringfügig. Die entsprechenden Kurse der umlaufenden Rentenwerte sanken also nicht erheblich. Nach der erfolgten Aufwertung änderte sich allerdings dann die Situation. Die kontraktiven Maßnahmen der Bundesbank wirkten sich auf den Rentenmarkt so stark aus¹⁾, daß die Umlaufs- und Neuemissionsrenditen stark anzogen. Dementsprechend fielen die Kurse der umlaufenden Werte. Erst im Jahr 1971 sank die Umlaufsrendite wieder, was auch der entsprechende Kursanstieg dieser Titel anzeigte.

Die Neuemissionsrenditen hatten dagegen schon 1970 leicht nachgegeben, was möglicherweise durch die erfolgte Diskont- und Lombardsatzsenkung initiiert worden war.²⁾

Tabelle Nr.I(Anhang) zeigt, daß die Umlaufrenditen bei Pfandbriefen von 6,7% im März 1969 auf 7,3% im September des gleichen Jahres stiegen. Im September 1970 betrug dieser Wert 8,4%. Er sank dann bis zum März 1971 auf 8,1%.

1) Vgl. Deutsche Bank A.G., börsenbild 1969 und Anlage-
spiegel, o.O., o.J., S. 36.

2) Vgl. Commerzbank A.G., Rund um die Börse 1970, o.O.,
o.J., S. 22.

Am Aktienmarkt zeigt sich dagegen 1969 eine steigende Kurstendenz, was durch die günstige Konjunkturentwicklung und die damit verbundenen positiven Gewinnerwartungen bedingt war.¹⁾ Insofern war hier die kontraktive Notenbankpolitik wirkungslos.

Erst ab Dezember 1969 fielen die Aktienkurse leicht. Die Ursache lag in erster Linie in der sich verschlechternden Konjunkturentwicklung und den damit verbundenen sinkenden Gewinnerwartungen. Hinzu kam eine sich stark vermindernde Nachfrage nach Aktienwerten.²⁾

Die zunächst geringfügig nachgebenden Kurse für Aktienwerte gaben dann im Verlauf des Jahres 1970 erheblich nach. Schließlich erfolgte im ersten Quartal 1971 eine Erholung.

Die Entwicklung des Aktienmarktes war somit im Jahr 1970 und im ersten Quartal des Jahres 1971 der des Rentenmarktes ähnlich.³⁾

4. Vergleichende Betrachtung zur Wirkung restriktiver Notenbankpolitik auf die Kredit- und Kapitalmärkte der Bundesrepublik Deutschland.

Während der gesamten ersten und zweiten Phase kontraktiver Notenbankpolitik konnte die Deutsche Bundesbank erreichen, daß durch die Erhöhung ihrer Zinssätze eine gleichgerichtete Veränderung der wesentlichen Sollzinssätze der Banken erfolgte.

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 64.

2) Vgl. Ebenda.

3) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, a.a.O., S. 65.

Dabei erhöhten sich zwar, wie Tabelle Nr. 5 zeigt, die Sollzinssätze ebenfalls nominal um den gleichen Betrag.

Die reale Erhöhung lag aber jeweils deutlich unter derjenigen der Zinssätze der Deutschen Bundesbank. Dies zeigen die errechneten Werte der Tabelle Nr. 5 ebenfalls.

Insgesamt haben die Sollzinssätze¹⁾ im Verlauf der Phase 1 (1959/1960) sowie der Phase 2 (1964/1966) jeweils den höchsten Stand bei 9,50% erreicht.

Bei einer geringeren Ausgangsposition für die Phase 1 sowie einer zeitlich kürzeren Phasendauer ergibt sich damit für die Phase 1 ein entsprechend höherer Intensitätsgrad der Maßnahmen in Richtung auf diesen Markt.

Für den Verlauf der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik (1969/1971) erkennen wir, daß die Zinssätze für Kontokorrentkredite höher gelegen haben als die Vergleichszinssätze²⁾ während der beiden Vorphasen.

Die Zinssatzerhöhungen der Deutschen Bundesbank sind aber in der Regel nicht ganz in dem Maße durchgeschlagen wie in den Vorperioden. Dies hat daran gelegen, daß das Sollzinsabkommen inzwischen aufgehoben war.

Allerdings wurden die Zinssenkungen, die im Verlauf des Frühjahres 1971 durch die Bundesbank vorgenommen wurden, nur sehr geringfügig an die Bankkunden weitergegeben.

Die gesamte Entwicklung zeigt das Zahlenmaterial der Tabellen Nr. 4 und 5.

In Abbildung Nr. 1 ist der Zusammenhang zwischen Zinssätzen der Deutschen Bundesbank und Zinssätzen, die von den Kreditinstituten an ihre Kunden weiter-

1) Wir haben hier nur die Sollzinssätze untersucht, die von den Kreditinstituten weitergegeben werden durften. Abgesehen davon, daß Angaben über gewährte Minderkonditionen statistisch nicht ausgewertet vorliegen, fehlt desgleichen auch statistisches Material über die Zinssätze anderer Kreditherausleger. Bei einer Markttransparenz, wie sie auf diesem Markt für die potenten kreditgewährenden Gruppen gegeben ist, unterstellen wir aber einen insgesamt ähnlichen Verlauf der Zinsentwicklung.

Tabelle 5

Die Veränderung ausgewählter Zinssätze in Phasen restriktiver Notenbankpolitik in der Bundesrepublik Deutschland 1959 - 1971.

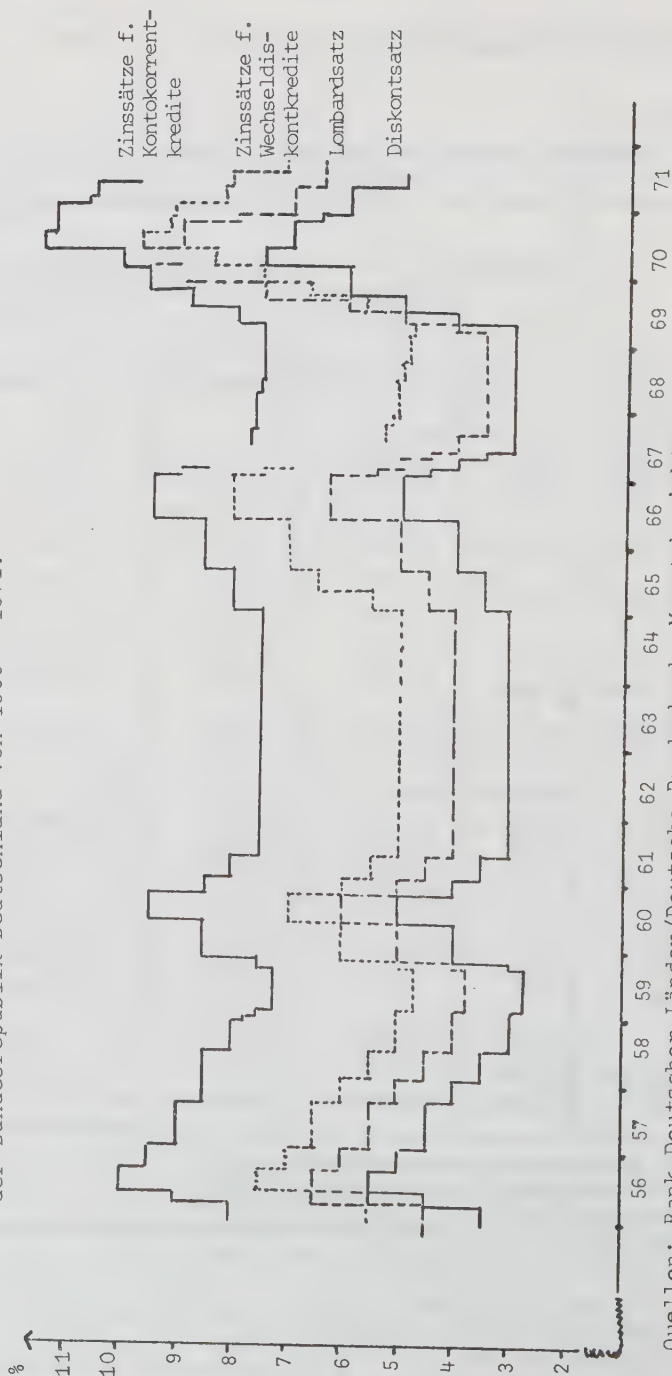
	Diskontsatz		Zinssätze für Kredite ¹⁾ im Rahmen des Kreditvertrages	
		Veränderung i.v.H.		Veränderung i.v.H.
1959				
10.Jan.	2,75	-	7,25	-
4.Sept.	3,00	+9,09	7,50	+3,44
23.Okt.	4,00	+33,33	8,50	+13,33
1960				
3.Juni	5,00	+25,00	9,50	+11,76
1961				
5.Mai	3,00	-	7,50	-
1965				
22.Jan.	3,50	+16,66	8,00	+6,66
13.Aug.	4,00	+14,28	8,50	+6,25
1966				
27.Mai	5,00	+25,00	9,50	+11,76
1969				
Febr.	3,00	-	7,49	-
Mai	4,00	+33,33	8,00	+6,80
Aug.	5,00	+25,00	8,92	+11,50
Nov.	6,00	+20,00	9,58	+7,39
1970				
Febr.	6,00	-	10,13	+5,74
Mai	7,50	+25,00	11,55	+14,01
Aug.	7,00	-6,67	11,38	-1,47
Nov.	6,50	-7,15	11,33	-0,43
1971				
Jan.	6,00	-7,69	10,70	-3,79
Febr.	6,00	-	10,66	-0,37
Mai	5,00	-16,67	9,88	-0,73

1) Ab 1967 Zinssätze für Kontokorrentkredite.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, div. Jahrgänge 1959 - 1971 - eigene Berechnungen - .

Abbildung Nr. 1

Die Entwicklung von ausgewählten Zinssätzen in der Bundesrepublik Deutschland von 1956 - 1971.



Quellen: Bank Deutscher Länder/Deutsche Bundesbank: Monatsberichte div. Jahrgänge 1956 - 1971.
Zinssatz für Wechseldiskontkredite bis 28.2.1965: Wechseldiskontkredite 20 000 DM und höher.

gegeben worden sind. Insgesamt ist die positive Korrelation deutlich erkennbar.

Die restriktive Notenbankpolitik ist also auf die Kreditmärkte¹⁾ durchgeschlagen.

Es ist aber eine andere Frage, ob die Zinssatzerhöhungen ausreichend gewesen sind. Dies werden wir weiter unten überlegen.

Auch auf den Rentenmarkt sind die Restriktionsmaßnahmen der Deutschen Bundesbank während aller drei Phasen durchgeschlagen.

Dabei hat das Niveau der Zinssätze der zweiten Phase (1964/1966) um etwa 1,7 - 1,8 Punkte über dem der Phase 1 (1959/1960) gelegen.

Im Verlauf der dritten Phase (1969/1971) haben die Zinssätze um bis zu ca. 0,5 Punkte über dem Höchstniveau der Phase 2 gelegen.

Während aber während der ersten beiden Phasen restriktiver Notenbankpolitik die Zinssätze für Neuemissionen zumeist geringfügig über den Zinssätzen von umlaufenden Werten gelegen haben, kann für den Verlauf der dritten Phase zumeist ein niedrigeres Niveau der Zinssätze für Neuemissionen festgestellt werden als für das bei umlaufenden Werten.²⁾

Abbildung Nr. 2 zeigt insgesamt das ansteigende Zinsniveau während der verschiedenen Phasen kontraktiver Notenbankpolitik auf dem Rentenmarkt.

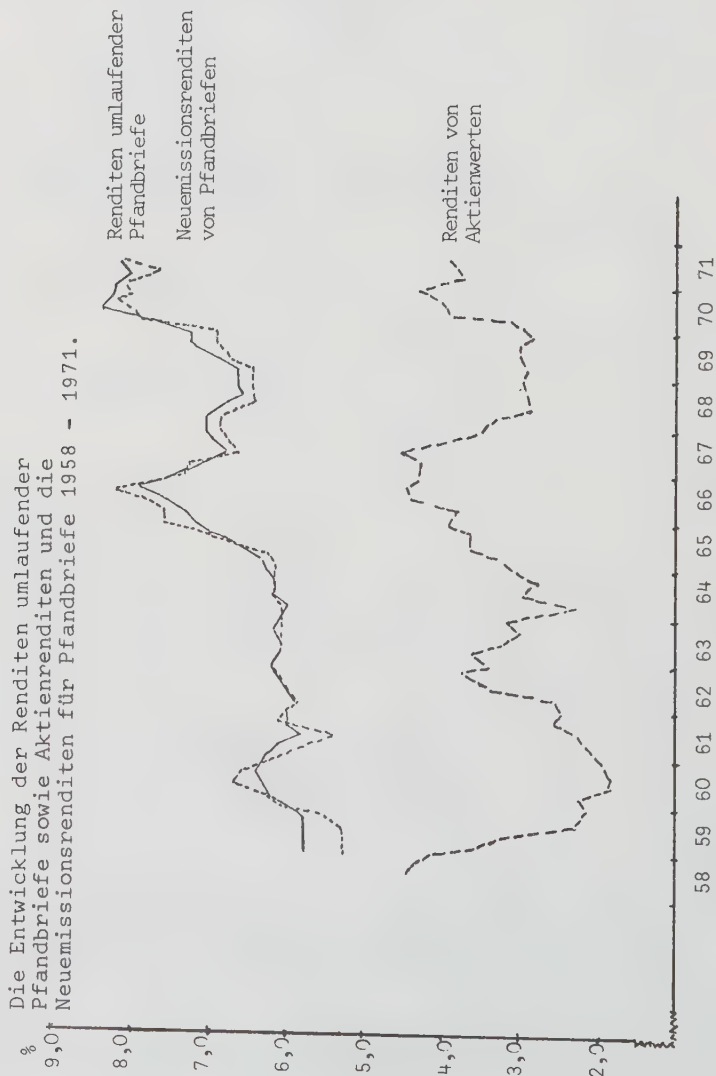
Fortsetzung der Fußnoten von S. 114.

2) Während es sich in Phase 1 und 2 jeweils um Zinssätze im Rahmen des Kreditvertrages und hier dann um Höchstzinssätze handelte, die unterschritten werden durften, waren die Sätze der Phase 3 von der Bundesbank ermittelte Durchschnittssätze für Kontokorrentkredite.

1) Wir hatten ja schon in Fußnote 1 auf S. 114 unterstellt, daß wir eine derartige Gesamtrendenz für alle wesentlichen Kreditmärkte unterstellen.

2) Wir müssen hier unsere Ausführungen auf die Entwicklung der Zinssätze für Pfandbriefe beschränken, weil Zinssätze für Neuemissionen von Industrie-Obligationen nicht immer vorgelegen haben. Dies lag an der Emissionsabstinenz. Soweit geschehen, ist die Marktentwicklung wegen der Transparenz gleich gewesen.

Abbildung Nr. 2



Quellen: Deutsche Bundesbank, siehe Tabellen I u. II (Anhang), Statistisches Bundesamt, siehe Tabellen I u. II (Anhang).

Am Aktienmarkt hat sich das Kursniveau im Verlauf der Phase 1 (1959/1960) insgesamt, wenn wir von einem kurzfristigen Kurseinbruch um 4 Punkte im 1. Quartal 1960 absehen, erheblich um ca. 150 Punkte erhöht. Entsprechend ist die Durchschnittsrendite gesunken.

Im Verlauf der zweiten Phase kontraktiver Notenbankpolitik (1964/1966) sank das Kursniveau über den gesamten Verlauf bis auf die Ausnahme im 3. Quartal 1965 ständig. Das Renditenniveau erhöhte sich damit entsprechend.

Die dritte Phase (1969/1971) ist zunächst für den Verlauf des Jahres 1969 durch einen Anstieg des durchschnittlichen Kursniveaus gekennzeichnet. Im Verlauf des Jahres 1970 ist diese Tendenz gegenläufig, während im ersten Quartal 1971 eine Kurserholung erfolgt. Im Verlauf des 2. Quartals 1971 sinken die Kurse dagegen wieder. Auch hier spiegelt die Renditeentwicklung in negativer Korrelation den jeweiligen Kursverlauf wieder.

Insgesamt haben wir die Entwicklung der Durchschnittskurse und -renditen auf Tabelle II (Anhang) zusammengestellt.

Abbildung Nr. 2 zeigt die Entwicklung der Renditen von Aktienwerten.

Insgesamt können wir feststellen, daß die Restriktionsmaßnahmen der Deutschen Bundesbank nur für den Verlauf der gesamten zweiten Phase auf den Aktienmarkt durchgeschlagen sind.

Für den Verlauf der ersten Phase zeigt das Bild eine völlig gegenteilige Entwicklung als erwünscht. Die Kurse am Aktienmarkt stiegen.

Der Verlauf der dritten Phase zeigt, daß die Intentionen der Bundesbank an diesem Markt sich 1969 überhaupt nicht erfüllten. Erst 1970 sank das Kursniveau, womit auch hier die angestrebte Wirkung am Markt eintreten konnte.

Insgesamt konnte die Deutsche Bundesbank damit auf dem Aktienmarkt ihre restriktiv ausgerichtete Politik nur während einer Phase voll und während der anderen beiden Phasen garnicht oder nur zeitweise durchsetzen.

Abbildung 2 zeigt diese Entwicklung am Beispiel der Renditeentwicklung für Aktienwerte. Deutlich spiegelt sich dagegen auch zum Vergleich die Durchsetzung der restriktiven Politik auf dem Rentenmarkt wider.

II. Untersuchung des Finanzierungsverhaltens deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik.

a) Die quantitative Finanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik.

Auf Grund anderer Überlegungen waren wir oben¹⁾ zu der Annahme gekommen, daß die Industrie-Aktiengesellschaften ihre Gesamtkapitalnachfrage in Reaktion auf steigende Zinssätze nicht einschränken würden.

Diese Annahme wurde mit der weitgehend gegebenen Zinsunempfindlichkeit bei leistungswirtschaftlich bedingter Finanzierung begründet.

Das vorliegende Zahlenmaterial²⁾ gestattet uns nicht, eine konkrete Herausarbeitung des leistungswirtschaftlich bedingten Finanzierungsvolumens für alle Industrie-Aktiengesellschaften oder eine repräsentative Gruppe über den Verlauf einer oder mehrerer Phasen restriktiver Notenbankpolitik hinweg.

1) Vgl. S. 24 ff.

2) Wir stützen unsere Untersuchung in erster Linie auf ausgewertetes und kommentiertes Material des Statistischen Bundesamtes. Die Materialien sind in Wirtschaft und Statistik veröffentlicht. Das Material wird hier nur im Text unter WiSta zitiert. Im Literaturteil erfolgt die genaue Auflistung der verschiedenen Artikel mit dem spezifischen Text.

Wir können vielmehr nur eine Entwicklung von Jahr zu Jahr herausarbeiten, weil die Anzahl der ausgewerteten Bilanzen schwankt, wobei nicht erkennbar ist, inwieweit über einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren die Zusammensetzung der Untersuchungsgruppe verändert worden ist.

Allerdings können wir mit hoher Wahrscheinlichkeit annehmen, daß die Ergebnisse für die Gesamtheit der deutschen Industrie-Aktiengesellschaften repräsentativ sind.¹⁾

Die Frage nach der quantitativen Finanzierung in Phasen restriktiver Notenbankpolitik können wir zunächst an dem Material des Statistischen Bundesamtes prüfen. Außerdem soll versucht werden durch anderes Material, wie Bilanzbesprechungen etc., die gefundenen Aussagen abzusichern.

1. Prüfung der Zinsempfindlichkeit von leistungswirtschaftlich induzierten Finanzierungsanlässen.

aa) Prüfung der Zinsempfindlichkeit von Investitionen als Finanzierungsanlässe.

aa₁) P h a s e _ _ _ _ 1

(September 1959 - September 1960)

Das uns vorliegende Zahlenmaterial zeigt uns, daß das Investitionsvolumen der Industrie-Aktiengesellschaften im Verlauf der Phase 1 gestiegen ist.²⁾

Dies lag sicherlich an der guten konjunkturellen Situation, wie sie sich aus der Sicht der Unternehmensleitungen darstellte. Bei guten Kapazitätsauslastungen wurden in nahezu allen Branchen hohe Auftragseingänge verbucht.³⁾

1) So weist das Statistische Bundesamt in einer seiner Analysen darauf hin, daß mit dem Material 75% aller Geschäftsabschlüsse mit 89% des Grundkapitals aller Industrie-A.G.'s erfasst seien. Bei den anderen Bilanzbesprechungen fehlt zwar ein solcher Hinweis. Wir können aber auf Grund der erfaßten Bilanzen sowie den bilanzierten Ergebnissen den gleichen Tatbestand unterstellen.

Vgl. Statistisches Bundesamt, Die Jahresabschlüsse von Aktiengesellschaften der Industrie für 1968 und 1969, in: WiSta, Jg. 1970 (Heft 11), S. 559.

Die Gründe, die für die Durchführungen der Investitionen maßgebend waren, sind unterschiedlichster Art.

Sie wurden jedenfalls bei einer Anzahl von Unternehmen aus Gründen der Kapazitätserweiterung vorgenommen. So z.B. bei HOAG¹⁾, DEW²⁾, Vereinigte Glanzstoff-Fabriken A.G.³⁾, den drei Farbennachfolgern⁴⁾, Rheinstahl⁵⁾, Salzgitter A.G.⁶⁾, AEG⁷⁾, der G.M. Pfaff A.G.⁸⁾

Allerdings wurden auch Rationalisierungs- und Ersatzgründe angeführt. Dieses war z.B. bei den Gesenkschmieden der Fall.⁹⁾ Aber auch Unternehmen anderer Industriezweige gaben diese Motive neben oder unabhängig von Kapazitätserweiterungsgründen an.

Dieses waren z.B. die HOAG¹⁰⁾, DEW¹¹⁾, Phrix A.G.¹²⁾ und die AEG¹³⁾.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 121.

2) Vgl. WiSta Jg.1960 (Heft 11), S. 655, 1961 (Heft 11), S. 618.

3) Vgl. NN, Drahterzeugung erreichte neuen Höchststand, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961) Nr.17 v.27.3.1961, S.6.

Vgl. NN, Gesenkschmieden rationalisieren mit Erfolg, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 17 v. 24. Januar 1961, S. 4.

Vgl. NN, Stahlbau-Industrie buchte höhere Aufträge - Ihr Umsatz stieg 1960 um 29% auf 1,8 Mrd. DM -, in: Handelsblatt, 16.Jg. (1961), Nr. 20 v. 27./28. Januar 1961, S. 7.

Vgl. NN, 2,5 Mrd. DM Elektro-Aufträge aus dem Ausland - Hoher Auftragsbestand sichert gute Auslastung - Größter Umsatzzuwachs seit 1955 -, in: Handelsblatt 16. Jg. (1961), Nr. 58 v. 23.3.1961, S.6.

Vgl. NN, Baumwollspinner haben Aufträge für sechs Monate, in Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 53 v. 16.3.1961, S.6.

1) Vgl. NN, Bei der HOAG war "immer schönes Wetter", in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 10 v. 13./14. Januar 1961, S. 7.

2) Vgl. NN, DEW ist wieder investitionsfreudiger, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 25 v. 3./4. Februar 1961, S. 8.

3) Vgl. NN, Gute Entwicklung der Glanzstoff-Töchter, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 118 v. 23./24. Juni 1961, S. 10.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 123

Insgesamt sind die Investitionen während dieser Phase zinsunempfindlich gewesen. Dies ist aus der günstigen konjunkturellen Situation erklärlich.

aa₂) P_h_a_s_e___2

(August 1964 - Juni 1966)

Die Entwicklung der zweiten Phase restriktiver Notenbankpolitik zeigt für die Jahre 1964¹⁾ und 1965 eine insgesamt ähnliche Tendenz.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 122.

- 4) NN, BASF muß hohes Investitionsniveau halten, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 95 v. 19./20. Mai 1961, S. 8.
NN, BASF denkt an die Zukunft, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 77 v. 21./22. April 1961, S. 8.
NN, Bayer hält hohes Investitionstempo bei, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 72 v. 14./15. April 1961, S. 9.
NN., Warum blieb der Montanzug an der Börse stehen, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 77 v. 21./22. April 1961, S. 10.
- 5) NN, Rheinstahl hat noch große Pläne, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 108 v. 9./10. Juni 1961, S. 6.
- 6) NN, Salzgitter will seine Kapitaldecke erweitern, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 98 v. 25. Mai 1961, S. 6.
- 7) NN, AEG-Abschreibungen finanzierten die Investitionen, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 34 v. 17./18. Januar 1961, S. 8.
- 8) NN, Pfaff-Gruppe wird kräftiger und konsolidierter, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 105 v. 6. Juni 1961, S. 9.
- 9) NN, Gesenkschmieden rationalisieren mit Erfolg, a.a.O.
- 10) NN, Bei der HOAG war "immer schönes Wetter", a.a.O.
- 11) NN, DEW ist wieder investitionsfreudiger, a.a.O.
- 12) NN, Phrix segelte mit der Chemiefaser-Konjunktur, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 118 v. 23./24. Juni 1961, S. 10.
- 13) NN, AEG-Abschreibungen finanzierten die Investitionen, a.a.O.
- 1) Für 1964 nur die Phase restriktiver Politik.

Die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften verstärkten 1964 und 1965 ihre Investitionstätigkeit. Dabei sind die Investitionen 1965 in noch größerem Umfang als 1964 vorgenommen worden.¹⁾ Dies muß unter dem Gesichtspunkt berücksichtigt werden, daß die Phase restriktiver Notenbankpolitik bereits im zweiten Halbjahr 1964 begonnen hatte.

Für die Planung und Durchführung der Investitionen waren zunächst einmal Kapazitätserweiterungsmotive von wesentlicher Bedeutung.

Dieses waren jedenfalls die Gründe, die bei der Demag A.G.²⁾, den Deutschen Linoleum-Werken³⁾, Vereinigte Glanzstoff⁴⁾, Kali-Chemie A.G.⁵⁾, Salzdetfurth A.G.⁶⁾, Ford-Werke A.G.⁷⁾, Dyckerhoff Zementwerke A.G.⁸⁾, Volkswagen⁹⁾, Degussa¹⁰⁾, Hoesch¹¹⁾, Siemens¹²⁾, sowie Bayer¹³⁾, Hoechst¹⁴⁾ und BASF¹⁵⁾ angegeben wurden.

- 1) Vgl. WiSta, Jg. 1964 (Heft 11), S. 737, Jg. 1966 (Heft 12), S. 777.
- 2) Vgl. NN, Drei Demag Töchter tanzten aus der Reihe, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 104 v. 2. Juni 1966, S. 9.
- 3) Vgl. NN, DLW verbreitert die Produktionsbasis, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 102 v. 31. Mai 1966, S. 10.
- 4) Vgl. NN, Leicht getrübler Glanz auf der Glanzstoff-Bilanz, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 100 v. 26. Mai 1966, S. 9.
- 5) Vgl. NN, Kali-Chemie hat gut verdient, in: Handelsblatt 21. Jg. (1966), Nr. 101 v. 27./28. Mai 1966, S. 12.
- 6) Vgl. NN, Salzdetfurth setzt auf Übersee, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 94 v. 17. Mai 1966, S. 9.
- 7) Vgl. NN, Ford hält hohen Investitionsaufwand bei, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 108 v. 8. Juni 1966, S. 11.
- 8) Vgl. NN, Auch bei Dyckerhoff Rekordinvestitionen, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 118 v. 24./25. Juni 1966, S. 13.
- 9) Vgl. NN, Die Kapitalerhöhung des VW-Werkes wird in zwei Etappen abgewickelt, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966) Nr. 58 v. 24. März 1966, S. 9.
Vgl. NN, Auto-Union-Verlust drückte VW-Ergebnis, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 84 v. 3. Mai 1966, S. 7.
- 10) Vgl. NN, Degussa mit halbierter Zuwachsrate, in: Handelsblatt, 22. Jg. (1967), Nr. 55 v. 17./18. März 1967, S. 9.
- 11) Vgl. NN, Stahl-Dreiergespann formiert sich, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 51 v. 15. März 1966, S. 9.
- 12) Vgl. NN, Siemens-Erträge reiften langsamer, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 26 v. 8. Februar 1966, S. 9.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 125.

Aber auch Rationalisierungsgründe waren offensichtlich für die verstärkte Investitionstätigkeit maßgebend. Zu diesem Schluß kommt das Statistische Bundesamt für das Jahr 1964. Zur Begründung wird auf den hohen Anteil der Investitionen in Maschinen und Spezialanlagen am Anteil der Investitionen in das Anlagevermögen verwiesen.¹⁾ Da diese Relation in etwa auch für das Jahr 1965 bestanden hat, wird diese Annahme für das Jahr 1965 übernommen.²⁾³⁾

Offensichtlich wurde von den Unternehmensleitungen der Industrie-Aktiengesellschaften bis zum Frühjahr / Sommer 1966 die weitere konjunkturelle Entwicklung noch positiv beurteilt.

Zu einem anderen Schluß können wir nicht kommen, wenn wir die umfangreichen Investitionsprogramme für 1966 und die folgenden Jahre prüfen.

An der Spitze hat die chemische Industrie gestanden.⁴⁾ Wie wenig sich die Unternehmensleitungen dieser Branche von den restriktiven Maßnahmen der Deutschen Bundesbank beeindrucken ließen, zeigen nicht nur die umfangreichen Investitionspläne.

Vielmehr illustriert dies die Äußerung des Vorstands-

Fortsetzung der Fußnoten von S. 124.

- 13) Vgl. NN, Bayer hat etwas weniger verdient, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr. 70 v. 13.April 1966, S. 7.
- 14) Vgl. NN, Hoechst erwartet guten Ertrag, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr. 7 v. 12. Januar 1966, S. 9.
- 15) Vgl. NN, BASF will in diesem Jahr 1,2 Mrd. DM investieren, in: Handelsblatt, 21.Jg. (1966), Nr. 24 v. 4. Februar 1966 S.9.
- 1) Vgl. WiSta, Jg. 1965 (Heft 11), S. 738.
- 2) Allerdings sind die Investitionen geringfügig in ihrem realen Wachstum hinter denen des Vorjahres für diese Posten im Anlagevermögen zurückgegangen.
Vgl. WiSta, Jg. 1966 (Heft 12), S. 777.
- 3) Vgl. WiSta, Jg. 1965 (Heft 11), S. 738; Jg. 1966 (Heft 12) S. 777.
- 4) Vgl. NN, Führungswechsel im Dividendenrennen, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 72 v. 15./16. April 1966, S. 10
Vgl. NN, BASF will in diesem Jahr..., a.a.O.
Vgl. NN, Hoechst erwartet guten Ertrag, a.a.O.
Vgl. NN, Bayer hat etwas weniger verdient, a.a.O.

vorsitzenden der Chemische Werke Hüls A.G.

Zwar, "meinte Dr. Broich, daß auch Hüls ein Opfer der Restriktionspolitik der Bundesbank geworden sei. Von den Investitionen, die man vorhabe, könne man aber nichts streichen. Würde man beispielsweise eine Anlage nicht bauen, so würde dadurch das Gleichgewicht gestört."¹⁾ Offensichtlich wurde damit auf sich ergebende ungünstig werdende Leistungsquerschnitte angespielt. Dies würde jedenfalls unsere Annahme unterstreichen.²⁾

Auch Unternehmen anderer Branchen legten im Frühjahr 1966 noch umfangreiche Investitionsprogramme vor.

Oder sie zeigten später an ihrem Bilanzbild deren Durchführung im Verlauf des Jahres 1966.

Dies waren z.B. die Mannesmann A.G.³⁾, Zellstofffabrik Waldhof A.G.⁴⁾, DLW⁵⁾, Olympia Werke A.G.⁶⁾, die Siemens A.G.⁷⁾, HOAG⁸⁾, Volkswagen⁹⁾, Degussa¹⁰⁾ und Ford¹¹⁾.

-
- 1) NN, Hüls macht keine Abstriche bei den Investitionen, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.35 v. 21.Februar 1966, S. 6.
 - 2) Vgl. S. 35 f.
 - 3) Vgl. NN, Mannesmann schloß schlechter ab, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.109 v.10./11. Juni 1966, S. 12.
 - 4) Vgl. NN, Waldhof hofft auf die Zukunft, in: Handelsblatt, 21.Jg. (1966), Nr. 98 v. 24.5.1966, S.7.
 - 5) Vgl. NN, DLW verbreitert die Produktionsbasis, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr. 102 v.31.Mai 1966, S. 10.
 - 6) Vgl. NN, Olympia erlebte einen Herbstboom, in: Handelsblatt, 23.Jg.(1968), Nr. 66 v. 2.April 1969, S.9.
 - 7) Vgl. NN, Siemens verheißt kleines aber feines Wachstum, in: Handelsblatt, 23.Jg.(1968), Nr. 29 v. 9./10. Februar 1968, S.9.
 - 8) Vgl. NN, Wer heiratet die HOAG?, in: Handelsblatt, 21. Jg.(1966), Nr. 68 v. 7./8. April 1966, S. 14.
 - 9) Vgl. NN, Die Kapitalerhöhung des VW-Werkes wird in zwei Etappen abgewickelt, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.58 v. 24. März 1966, S. 9.
 - 10) Vgl. NN, Degussa in weiterem Aufschwung, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr. 49 v. 11./12. März 1966, S. 12.
 - 11) Vgl. NN, Ford hält hohen Investitionsaufwand bei, in: Handelsblatt, 21. Jg.(1966), Nr. 108 v. 8. Juni 1966, S.11.

Allerdings zeichnet sich schon im Frühjahr 1966 eine Verschlechterung der konjunkturellen Situation ab. Die Auftragslage der Investitionsgüterindustrie war aber während der ersten Monate des Jahres 1966 noch günstig.¹⁾

Auch in anderen Bereichen, wenn einmal vom Kohlebergbau und der Stahlindustrie abgesehen wird²⁾, war die Lage insgesamt gesehen noch günstig.

Allerdings erfuhr die industrielle Nettoproduktion über das gesamte Jahr gesehen keine nennenswerte Steigerung. So lag dieser Index für 1966 nur noch um 1,3% über dem des Vorjahres, während der Wert für 1964 noch um 5,8% über dem des Jahres 1963 gelegen hatte.³⁾

Der Investitionsaufwand der Industrie-Aktiengesellschaften lag nur geringfügig über dem des Jahres 1965.⁴⁾

Eine Betrachtung nach Branchenstrukturen zeigt, daß die Investitionen in erster Linie von Unternehmen der Mineralöl-, Elektro-, der chemischen Industrie und aus dem Bereich der Energiewirtschaft getragen wurden.⁵⁾

Industrie-Aktiengesellschaften aus dem Bereich des Steinkohlebergbaus, der Eisen- und Stahlindustrie und des Fahrzeugbaus haben ihre Investitionen gedrosselt oder nahezu eingestellt.

Die Gründe für dieses Verhalten sehen wir in erster Linie in den bestehenden Überkapazitäten, die während der vorhergehenden Jahre geschaffen worden waren. Dieser Ansicht ist auch die Deutsche Bundesbank, wobei sie allerdings noch einen anderen Grund in ihrer restriktiven Politik sieht.⁷⁾

1) Vgl. NN, Auch nach Investitionsgütern ließ die Nachfrage nicht nach, in: Handelsblatt, 21.Jg. (1966), Nr. 35 v. 21. Februar 1966, S. 6.

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, a.a.O., S. 3.

3) Vgl. WiSta, Jg. 1967 (Heft 11), S. 641.

4) Vgl. Ebenda

5) Vgl. WiSta, Jg. 1967 (Heft 11), S. 642.

6) Vgl. Ebenda.

7) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, a.a.O., S. 2 f.

Die Begründung der Deutschen Bundesbank, daß die hohen Zinssätze und das verknappte Kapitalangebot zwei wesentliche Faktoren für die verminderte Investitionstätigkeit gewesen seien¹⁾, soll hier nicht für die Industrie-Aktiengesellschaften uneingeschränkt übernommen werden.

Sicherlich haben diese beiden Komponenten einen gewissen Einfluß auf die Unternehmensentscheidungen gehabt. Es fällt aber auf, daß Investitionsdrosselungen in erster Linie in den Bereichen des Steinkohlebergbaus und der Eisen- und Stahlindustrie vorgenommen worden sind. Da diese Industriezweige sich aber in Strukturkrisen befunden haben, werden für die Unternehmensleitungen in erster Linie die damit verbundenen leistungswirtschaftlichen Faktoren für das Investitionsverhalten maßgebend gewesen sein.

Für unsere Argumentation spricht auch, daß Industrie-Aktiengesellschaften anderer Branchen erhebliche Investitionen durchgeführt haben. Den deutlichen Beweis erbringt die chemische Industrie.

Insgesamt sind die Investitionen während der zweiten Hälfte des Jahres 1964 sowie im Verlauf des gesamten Jahres 1965 zinsunempfindlich gewesen.

Im Jahre 1966 erkennen wir, daß das Investitionsvolumen der Industrie-Aktiengesellschaften insgesamt im Vergleich zum Vorjahr etwa gleich geblieben ist.

In erster Linie wurde dies aber durch die vermehrten Investitionen von Unternehmen ganz bestimmter Branchen getragen. Dagegen drosselten Unternehmen anderer, ganz bestimmter Branchen ihre Investitionsaktivitäten. Hier waren aber in erster Linie nicht die Maßnahmen der Bundesbank, sondern andere Gründe maßgebend.

aa₃) P_h_a_s_e_3

(April 1969 - Mai 1971)

Im Verlauf der dritten Phase restriktiver Noten-

1) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, a.a.O., S. 2.

politik haben die Industrie-Aktiengesellschaften insgesamt wieder vermehrt investiert. Allerdings ist diese Entwicklung nur während der Jahre 1969 und 1970 einheitlich verlaufen.

Das vorliegende Material zeigt für die Jahre 1969 und 1970 eine starke Steigerung des Investitionsvolumens.¹⁾ Die möglichen Gründe sind im hohen Auslastungsgrad der Kapazitäten zu sehen. Eine Entwicklung, die für die gesamte Volkswirtschaft gegeben war.²⁾

Die Gründe für die Durchführung der Investitionen des hier untersuchten Unternehmenskreises lagen offensichtlich in Kapazitätserweiterungsbestrebungen. Zumindest bei den hohen Auftragsbeständen³⁾ und der starken Kapazitätsauslastung erscheinen diese Motive plausibel.

Das vorliegende Material zeigt zumindestens, daß Kapazitätserweiterungsmotive im Vordergrund gestanden haben. Dies trifft sicher für Volkswagen⁴⁾, Degussa⁵⁾, BASF⁶⁾, Klöckner⁷⁾, Dillinger Hüttenwerke A.G.⁸⁾, Hanomag⁹⁾, Glanzstoff¹⁰⁾, die Unternehmen der Elektrobranche¹¹⁾, Olympia Werke A.G.¹²⁾, Rheinstahl¹³⁾, Mannesmann¹⁴⁾, A.G. "Weser"¹⁵⁾, Farbwerke Hoechst A.G.¹⁶⁾, Gelsenberg¹⁷⁾, Chemische Werke Hüls¹⁸⁾, AEG-Telefunken¹⁹⁾, Continental²⁰⁾, Ilseder Hütte²¹⁾ und Bayer²²⁾ zu.

1) Vgl. WiSta Jg. 1970 (Heft 11), S. 560; Jg. 1971 (Heft 11), S. 691 f.

2) Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1970, November 1970, Bundestagsdrucksache VI/1470 - Sachgebiet 7 -, Bonn 1970, Ziff. 33 ff.

3) Ebenda.

4) Vgl. NN, VW drückt auf das Investitionspedal, in: Handelsblatt, 24.Jg. (1969), Nr. 80 v. 25./26. April 1969, S. 15.

5) Vgl. NN, Degussa wird den Humor nicht verlieren, in: Handelsblatt, 24. Jg. (1969), Nr. 61 v. 27. März 1969, S.9.

6) Vgl. NN, BASF-Vorstand: "Weiter steil aufwärts", in: Handelsblatt, 24. Jg. (1969), Nr. 80 v. 25./26. April 1969, S. 17.

Vgl. NN, BASF sprang in neue Größenklasse, in: Handelsblatt, 25. Jg.(1970), Nr.74 v. 17./18. April 1970, S. 11.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 130.

Insgesamt erhöhten sich 1969 bei einer Umsatzsteigerung von 16% die Aufwendungen für Investitionen um 33,6% gegenüber dem Vorjahr.¹⁾

Im Jahr 1970 erhöhte sich der Umsatz zwar nur noch um 12,4% gegenüber dem Vorjahr. Die Investitionsaufwendungen stiegen aber um 35% im Vergleich zum Vorjahr.²⁾

Damit wird deutlich, daß eine Investitionsempfindlich-

Fortsetzung der Fußnoten von S. 129

- 7) Vgl. NN, Klöckner stärkt für die Zukunft, in: Handelsblatt, 24.Jg. (1969), Nr. 62 v. 28./29.März 1969, S. 9.
- 8) Vgl. NN, Dillinger auf der Investitionswelle, in: Handelsblatt, 24. Jg. Nr. 62 v. 28./29. März 1969, S. 11.
- 9) Vgl. NN, Hanomag-Henschel plant Ausbau, in: Handelsblatt, 24. Jg. (1969), Nr. 108 v. 10.Juni 1969, S. 11.
- 10) Vgl. NN, Glanzstoff hat ca. 50 DM pro Aktie verdient, in: Handelsblatt, 24.Jg. (1969), Nr. 87 v. 7. Mai 1969, S.9
- 11) Vgl. NN, Der Elektro-Boom ebbt allmählich ab,in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 78 v. 23. April 1970, S. 9.
- 12) Vgl. NN, Olympia geht verstärkt in die Datentechnik, in: Handelsblatt, 25. Jg.(1970), Nr. 76 v. 21. April 1970,S.10.
- 13) Vgl. NN, Rheinstahl auf dem Weg nach oben, in:Handelsblatt, 25.Jg. (1970), Nr. 105 v. 5./6.Juni 1970, S.9.
- 14) Vgl. NN, Vom Mannesmann-Gewinn 60% verteilt, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 107 v. 9. Juni 1970, S. 9.
- 15) Vgl. NN, AG "Weser" ist auf gutem Wege, in: Handelsblatt, 25.Jg. (1970), Nr. 109 v. 11. Juni 1970, S.7.
- 16) Vgl. NN, Hoechst heizt Investitions-Retorte stärker an, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 80 v. 27.April 1970, S. 9.
Vgl. NN, Farbwerke Hoechst wollen 1 Mrd DM in Bayern investieren, in: Handelsblatt, 25.Jg. (1970), Nr. 112 v. 16. Juni 1970, S. 7.
- 18) Vgl. NN, Hüls ist ein gut verdienender Konzern, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 116 v. 23. Juni 1970,S.9.
- 19) Vgl. NN, AEG-Telefunken müht sich redlich, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 87 v. 8./9. Mai 1970, S. 8.
- 20) Vgl. NN, Conti Gummi pocht auf Souveränität, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 93 v. 19. Mai 1970, S. 11.
- 21) Vgl. NN, Ilseder Hütte verdiente wie noch nie, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 98 v. 26. Mai 1970, S.9.
- 22) Vgl. NN, BAYER plant 9,6 Mrd. DM Investitionen, in: Handelsblatt, 25. Jg. (1970), Nr. 81 vom 28.April 1970,S.9.
- 1) Vgl. WiSta Jg. 1970 (Heft 11), S. 559 f.
- 2) Vgl. WiSta Jg. 1971 (Heft 11), S. 691.

keit auf Zinserhöhungen nicht gegeben war.

Die starken Investitionsaktivitäten sind in den Jahren 1969 und 1970 in erster Linie bei Aktiengesellschaften der Chemischen Industrie, des Fahrzeugbaus, der Energiewirtschaft und der Eisen- und Stahlherzeugung vorhanden.¹⁾

Im Jahr 1971 ist die Gesamtentwicklung des Investitionsverhaltens nicht mehr so einheitlich wie in den beiden Vorjahren verlaufen.

Die Aktiengesellschaften aus dem Bereich des Fahrzeugbaus und der Chemischen Industrie haben ihr Investitionsvolumen eingeschränkt. Dagegen erhöhte sich das Investitionsvolumen der Industrie-Aktiengesellschaften der übrigen Wirtschaftszweige, wobei vor allen Dingen in den Bereichen Energiewirtschaft und Eisen- und Stahlherzeugung erheblich mehr als im Vorjahr investiert wurde.²⁾ Diese für den gesamten Verlauf des Jahres nachträglich festgestellte Entwicklung zeichnete sich allgemein schon im Frühjahr 1971 ab.³⁾

So planten Volkswagen⁴⁾, BBC⁵⁾, Agfa Gaevert⁶⁾, Metallgesellschaft A.G.⁷⁾, Hoesch A.G.⁸⁾, RWE⁹⁾ im Frühjahr

1) WiSta Jg. 1970 (Heft 11), S. 560; Jg. 1971 (Heft 11), S. 691 f.

2) WiSta Jg. 1972 (Heft 11), S. 690.

3) Vgl. NN, Investitionsneigung zeigt keinen Einbruch, in: Handelsblatt, 26.Jg. (1971), Nr. 31 v. 15. Februar 1971 S. 1 u. 4.

4) Vgl. NN, VW gibt bei Investitionen Vollgas, in: Handelsblatt, 26.Jg. (1971), Nr. 83 v. 30.April/1.Mai 1971, S. 11.

5) Vgl. NN, BBC-Kapazitäten waren 1970 weitgehend überlastet, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 104 v. 2. Juni 1971, S. 12.

6) Vgl. NN, Agfa-Gaevert überwand die Kostenflut, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 70 v. 13.April 1971, S.11

7) Vgl. NN, MG verstärkt die Investitionen, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 67 v. 6.4.1971, S. 7.

8) Vgl. NN, Hoesch: Nahe Zukunft nicht rosig, in: Handelsblatt, 26. Jg.(1971), Nr. 73 v. 16./17.April 1971, S.11.

9) Vgl. NN, RWE investiert mehr als 6 Mrd. DM, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr.40 v. 26./27.Februar 1971, S.15.

1971 Investitionen mit einem höheren oder doch zumindest gleichen Volumen wie im Vorjahr.¹⁾

Der Rückgang des Investitionsvolumens bei den Aktiengesellschaften der Chemischen Industrie mit 26% im Vergleich zum Vorjahr wurde nicht mit steigenden Zinssätzen begründet.

Vielmehr verzeichneten diese Unternehmen außerordentlich hohe Kostensteigerungen, wobei in erster Linie erhebliche Lohnkostensteigerungen besonders starke Wirkungen zeigten.

Diese Kostensteigerungen konnten auf der anderen Seite nicht an die Abnehmer weitergegeben werden.

Durch den hohen Preisverfall an den Märkten für Chemieprodukte wurden neben den Kostensteigerungen auf der anderen Seite die Erträge erheblich reduziert.

Wir nehmen dabei an, daß die sinkende Preistendenz auf den verschiedenen Märkten für Chemieprodukte als Folge für geschaffene Überkapazitäten anzusehen ist.²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾

Als Ergebnis können wir für diese Phase kontraktiver Notenbankpolitik festhalten, daß eine Zinsempfindlichkeit der Investitionen nicht gegeben war. Die verminderten Investitionsaktivitäten von Aktiengesellschaften einiger Industriezweige beruhten unserer Kenntnis nach nicht auf Grund der Restriktionsmaßnahmen der Deutschen Bundesbank.

1) Vgl. WiSta, Jg. 1972 (Heft 11), S.690

2) Vgl. NN, Deutsche Chemie -Renommier Branche in der Klemme, in: Wirtschaftswoche, 25.Jg.(1971), Heft Nr.9 v. 26.2.1971, S. 26 f.

3) Vgl. NN, Die BASF fühlt sich den Aktionären besonders verpflichtet, in: Handelsblatt, 26. Jg.(1971), Nr.69 v. 8. April 1971, S. 17.

4) Vgl. NN, Starker Gewinneinbruch bei Bayer, in: Handelsblatt, 26.Jg. (1971), Nr. 41 v.1.März 1971,S.11.

5) Vgl. NN, Hoechst bestätigt erhebliche Dividendenkürzung für dieses Jahr, in:Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.78 v. 23./24. April 1971, S. 13.

aa₄) Ergebnis

Wir können für alle drei Phasen kontraktiver Notenbankpolitik eine Zinsempfindlichkeit bei Kapazitäts-, Erweiterungs-, Rationalisierungs- und/oder Ersatzinvestitionen weitgehend nicht feststellen.

Offensichtlich haben die Unternehmensleitungen immer dann ihre Investitionsbestrebungen gedrosselt, wenn die gegenwärtige Lage und die zukünftige Entwicklung des jeweiligen Unternehmens nicht mehr positiv beurteilt wurde.

Dies zeigt uns jedenfalls die Entwicklung im Verlauf des Jahres 1966 sowie die des Jahres 1971.

Jeweils Unternehmen ganz bestimmter Branchen haben dann weniger investiert, wenn ganz bestimmte Faktoren die gegenwärtige und zukünftige Absatz- und Gewinnlage des Unternehmens negativ beeinflussen mussten.

Alle anderen Industrie-Aktiengesellschaften haben hingegen in der Regel in bisherigem oder zumeist vermehrtem Umfang Investitionen geplant und durchgeführt.

Schließlich muß berücksichtigt werden, daß die Aufwendungen für Zinsen im Verhältnis zu anderen Aufwendungen einen äußerst geringen Anteil während aller drei Phasen ausgemacht haben.

So betrugen die Aufwendungen für Zinsen 1960 in v.H. des Umsatzes 1,2, Löhne u. Gehälter in v.H. des Umsatzes 19.¹⁾

Diese Relation ist insgesamt, von einigen Schwankungen in etwa geblieben.

1971 betrugen die Aufwendungen für Zinsen i.v.H. des Umsatzes 2,15 und die Aufwendungen für Löhne und Gehälter i.v.H. des Umsatzes 21,7.²⁾

1) Vgl. WiSta, Jg. 1961 (Heft 11), S. 619 - eigene Berechnungen, Abweichungen durch Runden der Zahlen.

2) Vgl. WiSta, Jg. 1972 (Heft 12), S. 692 - eigene Berechnungen, Abweichungen durch Runden der Zahlen.

Diese Relationen geben nur Durchschnittsgrößen an, die für alle erfassten Industrie-Aktiengesellschaften errechnet worden sind.

Unternehmen ganz bestimmter Branchen können schon einen höheren Anteil der Zinsaufwendungen im Verhältnis zum Umsatz aufweisen. Es handelt sich hier um Unternehmen kapitalintensiver Branchen, wie dies z.B. die Aktiengesellschaften der Chemie sind. So lag der Anteil der Zinsaufwendungen an dem des Umsatzes gemessen 1971 bei 3,25 %, wobei aber berücksichtigt werden muß, daß ausgerechnet 1971 der Umsatz dieser Unternehmen rückläufige Tendenz auswies.¹⁾

Während aber die Summe der Personal- und Materialkosten dieser Aktiengesellschaften für 1971 mit Mio DM 19.889,9 ausgewiesen wurden, wurden für den gleichen Zeitraum an Aufwendungen für Zinsen Mio DM 914,0.²⁾

Insofern also schließen wir darauf, daß die Veränderungen der Zinssätze wohl kaum ein entscheidendes Gewicht für die Durchführung oder Unterlassung von Investitionen haben kann.

Wir wollen unsere Argumentation schließlich mit zwei Hinweisen abschließen, die aus dem Bereich der chemischen Industrie kommen. Es handelt sich dabei zunächst um Ausführungen, die Rolf Sammet, Vorstandsvorsitzender der Farbwerke Hoechst A.G. im März 1971 machte.

"Für den Bau neuer Anlagen und die Erweiterung und Modernisierung bestehender Kapazitäten sind weiterhin die Chancen des Marktes entscheidend."³⁾

1) Vgl. Deutsche Gesellschaft für Anlagenberatung mbH, Ertragsvergleich, a.a.O., S.3 (Anhang).

2) Vgl. Deutsche Gesellschaft für Anlagenberatung mbH, Ertragsvergleich, a.a.O., S.3 f (Anhang).

3) Vgl. Ernst Koch, Investitionspolitik wird nicht korrigiert, -Die Welt sprach mit Rolf Sammet, Vorsitzendem des Vorstandes der Farbwerke Hoechst A.G., in: Die Welt, Nr. 67 v.20.3.1971, S. 14.

Rolf Magener, Vorstandsmitglied der BASF, meinte auf die Frage: "Wie zinsempfindlich ist ein Konzern wie BASF?"

"Eine Änderung des Diskontsatzes um ein Prozent macht bei uns im Jahr einen Unterschied von sechs Millionen aus. Die Empfindlichkeit der Industrie auf Zinsänderungen ist relativ gering. Das liegt bekanntlich daran, daß Investitionen nicht aufgrund von Zinsbetrachtungen, sondern von Gewinnerwartungen unternommen werden. Mit zinspolitischen Mitteln kann man industrielle Investitionen nicht lenken."¹⁾

Diese beiden Äußerungen wurden von zwei Vertretern einer Branche in einem Jahr abgegeben, welches durch einen erheblichen Rückgang von Investitionen in eben diesem Sektor gekennzeichnet war.

Wir meinen, daß die oben vorgetragenen Annahmen insgesamt bestätigt worden sind.

1) NN, Unternehmensfinanzierung - Was hat der Finanzchef bei Lohnverhandlungen zu suchen? - Interview mit Rolf Magener, Finanzchef der BASF, in: Wirtschaftswoche, Nr.9 v.26.2.1971, S. 29.

- bb) Prüfung der Finanzierung zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens auf die Zinsempfindlichkeit.

Das vorliegende Material des Statistischen Bundesamtes zeigt uns für die verschiedenen Phasen folgendes Bild:

P_h_a_s_e_1

Bei steigender Umsatzentwicklung stiegen die Vorratsbestände während der Jahre 1959 und 1960. Die gleiche Entwicklung ist für den Posten "kurzfristige Forderungen" erkennbar. Für die "langfristigen Forderungen" können wir nur für 1959 im Vergleich zum Vorjahr eine derartige Entwicklung bestätigen, da entsprechendes Zahlenmaterial für 1960 nicht ausgewiesen worden ist.¹⁾²⁾

P_h_a_s_e_2

Auch während der Phase 2 ist im Verlauf der Jahre 1964 bis 1966 der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr immer gestiegen. Die Zahlen weisen für alle drei Jahre steigende Vorratsbestände bei den Industrie-Aktiengesellschaften aus. Desgleichen haben die kurz- und langfristigen Forderungen sowie die Bestände an flüssigen Mitteln ständig zugenommen.³⁾

1) Vgl. WiSta, Jg. 1960 (Heft 11), S. 655 f., Jg. 1961 (Heft 11), S. 617f.

2) Durch die Umstellungen, die mit der Einführung des Bruttoprinzips für die Gewinn- und Verlustrechnung verbunden war, konnten teilweise offensichtlich nicht alle Vergleichswerte ermittelt werden. So auch z.B. der für den Posten "Flüssige Mittel." Die flüssigen Mittel waren 1959 im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Vgl. Ebenda.

3) Vgl. WiSta, Jg. 1965 (Heft 11), S. 737 f., Jg. 1966 (Heft 12), S. 777 f., 1967 (Heft 11), S. 641 f.

P h a s e 3

Die Analyse des Zahlenmaterials zeigt uns, daß bei steigender Umsatzentwicklung für die Phase 3 eine ähnliche Entwicklung wie bei den anderen beiden Phasen restriktiver Notenbankpolitik erkennbar ist.

Als einzige Ausnahme können wir für die Jahre 1969 und 1970 feststellen, daß die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften jeweils leicht geringfügigere Bestände an liquiden Mitteln gehalten haben.

Die höheren Vorratsbestände sowie die gestiegenen Forderungen an Dritte haben aber diesen Minderbestand erheblich überdeckt.¹⁾

Wir können nunmehr feststellen, daß die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften bei Anlässen, die zum Zweck des laufenden Betriebsgeschehens eine Finanzierung induzierten, keineswegs zinsempfindlich reagiert haben. Bei steigendem Umsatz hat sich vor allen Dingen während der Phasen restriktiver Notenbankpolitik die Lagerhaltung ausgedehnt. Unsere Vermutung wird somit durch dieses Ergebnis bestätigt.²⁾

Aber auch die Entwicklung der Forderungen zeigte eine gleichgerichtete Tendenz.

Von der Sonderentwicklung der Jahre 1969 und 1970 einmal abgesehen, ist die gleiche Entwicklung auch für die Bestände der liquiden Mittel feststellbar.³⁾

Wir können damit feststellen, daß in Phasen restriktiver Notenbankpolitik insgesamt eine Verminderung des Kapitalbedarfs zum Zweck der Aufrechterhaltung und Durchführung des laufenden Betriebsgeschehens nicht erfolgte.

1) Vgl. WiSta, Jg. 1970 (Heft 11), S.560 f., Jg. 1971 (Heft 11), S.691 f., Jg. 1972 (Heft 12), S. 690 f.

2) Vgl. S. 44 ff.

3) Für die Sonderentwicklung der Jahre 1969 und 1970 konnte keine Erklärung gefunden werden.

Damit können wir festhalten, daß derartige Finanzierungsanlässe während der hier untersuchten Phasen restriktiver Notenbankpolitik nicht zinsempfindlich waren.

2. Prüfung der finanzwirtschaftlich bedingten Finanzierung auf deren Zinsempfindlichkeit.

Da wir hier nur die Prüfung der Zinsempfindlichkeit im Hinblick auf die quantitative Nachfrage vornehmen wollen, stoßen wir bei unserer Untersuchung auf erhebliche Schwierigkeiten.

Diese entstehen zunächst dadurch, daß die Finanzierungsanlässe selten in finanz- und leistungswirtschaftliche getrennt ausgewiesen werden (können).

Auch kann in der Regel nicht erkannt werden, wann im Rahmen einer Finanzierung mit Umstrukturierungseffekt ein vermehrtes Kapitalvolumen in das Unternehmen geflossen ist.

Uns aber interessiert hier nur der Teil des finanzierten Kapitals, der dem Unternehmen verbleibt.¹⁾

In der Regel aber wird eine leistungswirtschaftlich orientierte Unternehmung den Teil an Liquidität, der die normale Kassenhaltung überschreitet, entweder zur Konsolidierung von Verbindlichkeiten verwenden oder anderweitig investieren.

Das vorliegende Material des Statistischen Bundesamtes gibt damit überhaupt keinerlei Auskunft zu unserer Frage. Auch ist dazu unserer Kenntnis nach aus den Bilanzbesprechungen der einschlägigen Organe nur sehr selten eine entsprechende Information erhältlich.

Immerhin können wir vermuten, daß im Verlauf der Phase 1 (1959/1960) in zwei Fällen finanzwirtschaftliche Gründe zu einer Finanzierung führten, die über den

1) Es geht hier in diesem Abschnitt allein um die Untersuchung des Kapitalanteils, der "unter dem Strich" vermehrt in das Unternehmen geflossen ist. Wurden z.B. durch die Aufnahme eines langfristigen Kredits DM 100 Mio dem Unternehmen zugeführt, aber von diesem Betrag DM 99 Mio für Tilgung kurzfristiger Kredite verwendet, so interessieren uns hier nur die DM 1 Mio.

Umstrukturierungseffekt hinaus zu einem vermehrten Kapitalzufluß führten. Es waren dies Finanzierungen durch Emission von Aktien, die auf Grund der günstigen Lage an den Aktienmärkten interessant geworden waren. Bei den beiden Unternehmen handelt es sich um die Demag¹⁾ und um die Niederrheinische Hütte.²⁾

Hier ist eine Zinsempfindlichkeit insofern erkennbar, als dieses günstig finanzierte Kapital über einen Markt beschafft werden konnte und wurde, der günstige Konditionen bot.³⁾

Wir aber müssen eigentlich nach dem umgekehrten Fall fragen. Gab es einen oder mehrere Fälle während der verschiedenen Phasen, in denen Industrie-Aktiengesellschaften trotz erhöhter Zinssätze vermehrt Kapital aus finanzwirtschaftlichen Motiven finanziert hat?

Das uns vorliegende Material zeigt uns keinen Fall. Danach müssen wir davon ausgehen, daß bei rein wirtschaftlich induzierter Finanzierung über einen angestrebten Umstrukturierungseffekt hinaus in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik auf Märkten mit erhöhten Zinssätzen kein zusätzliches Kapital finanziert wird. Insofern sind die Industrie-Aktiengesellschaften hier also zinsempfindlich.

Damit haben sich unsere Annahmen über die Zinsempfindlichkeit von finanzwirtschaftlich induzierten Finanzierungen für diesen Punkt bestätigt.⁴⁾

1) Vgl. NN, Der Auftragsbestand der Demag stieg auf über 1 Mrd. DM, a.a.O.

2) Vgl. NN, Hohe Zuwachsraten bei der Niederrheinischen Hütte, a.a.O.

3) Diese Zinsempfindlichkeit war deswegen gegeben, weil hier das Kapital zu immer besseren Konditionen erhältlich war.

4) Vgl. S. 46 f.

3. Ergebnis.

Das uns vorliegende Ergebnis bestätigt insgesamt unsere Annahmen über die quantitative Finanzierung der Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.

Soweit die Finanzierungsanlässe leistungswirtschaftlicher Art gewesen sind, sind die Unternehmen insgesamt zinsunempfindlich gewesen.

Lediglich bei finanzwirtschaftlich induzierten Finanzierungen hat offensichtlich eine Zinsempfindlichkeit vorgelegen.

Da aber Industrie-Aktiengesellschaften leistungswirtschaftlich orientierte Betriebswirtschaften sind, hat sich die Zinsempfindlichkeit der finanzwirtschaftlich induzierten Investitionen nicht ausgewirkt. Insgesamt schlägt sich die Zinsunempfindlichkeit der leistungswirtschaftlich induzierten Finanzierungen in jeweils höheren Finanzierungsvolumina nieder.¹⁾

Die quantitative Finanzierung ist somit nicht rückläufig gewesen.

1) Dies wird aus den verschiedenen Posten der jeweiligen Zusammenstellungen über den Vermögens- und Kapitalaufbau sehr deutlich. Lediglich für 1960 im Vergleich zu 1959 kann keine eindeutige Aussage getroffen werden, weil eine derartige Aufstellung fehlt. Aus den Ausführungen des Statistischen Bundesamtes können wir aber einen entsprechenden Schluß ziehen.
Vgl. WiSta, Jg. 1960 (Heft 11), S. 656, 1961 (Heft 11), S. 617 ff., Jg. 1965 (Heft 11), S. 738, 1966 (Heft 12), S. 777, 1967 (Heft 11), S. 642, 1970 (Heft 11), S. 561, 1971 (Heft 11), S. 692, 1972 (Heft 12), S. 691.

b) Die Art der Finanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.

1. Untersuchung der Innenfinanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.

Das vorliegende Bilanzmaterial zeigt nach entsprechender Auswertung in Tabelle Nr. 6 für den Verlauf der Phase 1959/ 1960 zunächst noch für 1959 einen erheblichen Anstieg der Innenfinanzierung im Vergleich zum Vorjahr.¹⁾

Dagegen ist der relative Anteil der Innen- an der Gesamtfinanzierung im Jahr 1960 im Vergleich zu 1959 wieder gesunken. Er hat aber immer noch über dem Vergleichswert für das Jahr 1958 gelegen.

Der Befund für die zweite Phase 1964/ 1966 zeigt für 1964, 1965 und 1966 eine geringere anteilige Innen- an der Gesamtfinanzierung, wenn das Jahr 1963 zum Vergleich herangezogen wird.

Lediglich für 1966 kann im Vergleich zum Jahr 1965 eine leichte Verstärkung dieser Rate registriert werden.

Die dritte Phase kontraktiver Notenbankpolitik (1969/ 1971) ist wiederum durch eine verminderte anteilige Innenfinanzierung an der Gesamtfinanzierung gekennzeichnet. Dabei sanken die Quoten für die Jahre 1969 und 1970 und 1970 erheblich unter den Wert der Rate für 1968. Für 1971 kann ein geringfügiges Ansteigen der Innenfinanzierung gegenüber 1970 festgestellt werden.

-
- 1) Das vorliegende Bilanzmaterial des Statistischen Bundesamtes konnte nur im Hinblick auf die tatsächlich ausgewiesenen Positionen eine Aussage vorgenommen werden. Wir konnten vor allen Dingen nicht die Innenfinanzierung voll ausleuchten, weil die angewendeten Bewertungsmaßstäbe für jeden Einzelfall sowie in der anschließenden Summation nicht berücksichtigt werden konnten.

Das Material konnte jeweils nur immer auf zwei Jahre bezogen ausgewertet werden, weil die Zahl und Zusammensetzung der bilanzierten Unternehmen schwankte. Daher werden die Werte im Textteil auch nur in v.H.-Werten tabelliert und kommentiert. Die Zahlenwerte sind im Anhang nochmals in Nominal- und Realwerten tabelliert. Vgl. Tabelle Nr. III.

Tabelle 6 :

Die Innen- und Außenfinanzierung bei Aktiengesellschaften der deutschen Industrie 1958 - 1971.
i.v.H.

Position	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	21,43	42,35	32,48	19,92	15,70	31,42	30,27
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./ .Agio ./ .Ver- lustvortrag)	2,19	11,99	9,53	8,70	8,80	14,01	10,33
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	11,22	8,79	7,65	6,09	6,89	10,92	11,22
3 Mittel- und kurz- fristige Rückstellungen	8,02	21,58	15,30	5,13	0,01	6,49	8,72
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	78,57	57,64	67,52	80,08	84,30	68,58	69,73
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen + Agio)	15,42	28,46	31,96	24,74	22,01	16,51	26,84
2 Langfristige Kredite	46,53	20,25	5,24	18,85	35,31	50,47	23,62
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	16,62	8,93	30,32	36,49	26,98	1,60	19,27
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Quellen: Vgl. Tabelle III (Anhang) -eigene Berechnungen

noch Tabelle 6 :

Die Innen- und Außenfinanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	27,65	29,34	31,60	44,88	25,15	19,80	22,23
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen + Gewinn- vortrag ./., Agio ./., Ver- lustvortrag)	15,53	18,10	18,86	18,97	12,35	6,00	5,47
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	8,11	10,87	10,95	7,89	6,23	7,19	8,59
3 Mittel- und kurz- fristige Rückstellungen	4,01	0,37	1,79	18,02	6,56	6,61	8,17
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	72,35	70,66	68,40	55,12	74,85	80,20	77,77
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen + Agio)	21,60	24,61	16,60	23,26	14,13	12,27	18,22
2 Langfristige Kredite	19,22	18,82	32,74	14,26	10,78	19,17	40,39
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	31,53	27,23	19,06	17,60	49,94	48,75	19,16
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Damit zeigen die Ergebnisse der zweiten und dritten Phase eindeutig, daß sich die Industrie-Aktiengesellschaften in vermehrtem Umfang außenfinanziert haben.

Diese Aussage können wir für die Phase 1959/ 1960 nicht übernehmen.

1959 hatte die Innenfinanzierungsquote um fast 100% über der des Jahres 1958 gelegen. Allerdings war die restriktive Notenbankpolitik während dieses Jahres nur einige Monate wirksam gewesen, weswegen dieser Wert nicht unbedingt als repräsentativ angesehen werden kann.

1960 ist dann der relative Anteil der Innen- an der Gesamtfinanzierung im Vergleich zum Vorjahr ähnlich wie in den beiden folgenden Phasen gefallen.

Allerdings hat dieser Wert immer noch über dem Vergleichswert des Jahres 1958 gelegen.

Wenn auch der anteilige Umfang der Innenfinanzierung an der Gesamtfinanzierung möglicherweise höher gelegen hat¹⁾, so müssen wir diese Werte als repräsentativ ansehen, zumal ja auch in Phasen expansiver Notenbankpolitik diese Finanzierungsmethode angewendet wird. Somit ist ein gewisser Ausgleich gegeben. Auch gestatten die strengen Bewertungsvorschriften kaum eine erhebliche Verschiebung der anteiligen Innenfinanzierungsquote.

Als Ergebnis wollen wir festhalten, daß im Verlauf zweier Phasen kontraktiver Notenbankpolitik die anteilige Quote der Innen- an der Außenfinanzierung eindeutig rückläufig gewesen ist.

Dies gilt auch für einen Teil der ersten restriktiven Phase.²⁾

1) Vgl. dazu auch Fußnote 1 auf S. 140.

Gerade bei möglichen überhöhten Abschreibungssätzen könnte dies zutreffen. Wir konnten damit die Abschreibungen und Anlagenabgänge nur als "Kapitaleinsparungen durch Vermögensumschichtung" verstehen und somit hier nicht in das Zahlenwerk einbringen. Ähnlich hat auch Störrle bei einer anderen Untersuchung verfahren. Vgl. Winfried Störrle, Innen- und Außenfinanzierung, a.a.O., Tabelle 19, Pos.(8), S.451.

2) Gemeint ist das Jahr 1960 aber nur im Vergleich zum Jahr 1959.

Damit ergibt sich im Vergleich zu unseren Annahmen ein eindeutiger Widerspruch.¹⁾

Die Industrie-Aktiengesellschaften haben sich in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik nicht vermehrt innenfinanziert.

Allerdings müssen wir diese Aussage wieder relativieren, wenn wir die langfristige Finanzierung der Industrie-Aktiengesellschaften untersuchen.

Das Zahlenmaterial der Tabelle 7 weist eindeutig auf eine steigende Innenfinanzierungs- an der Gesamtfinanzierungsquote bei der langfristigen Finanzierung hin. So ist bei der langfristigen Finanzierung die Innenfinanzierungsquote jeweils in den Phasen 1 (1959/ 1960) und 2 (1964/ 1966) immer angestiegen.

Für den Verlauf der Phase 3 (1969/ 1971) können wir diese Entwicklung nur für das Jahr 1969 bestätigen. In den Jahren 1970 und 1971 hat diese Innenfinanzierungsquote eindeutig gegenüber den Vorjahren abgenommen. Möglicherweise hat dies, ohne, daß hier schon späteren Aussagen vorgegriffen werden soll, an dem hohen Kapitalbedarf gelegen, der wegen des Volumens einfach nicht innenfinanziert werden konnte.

Damit bestätigen sich insofern unsere oben getroffenen Annahmen²⁾, als wir eine verstärkte Innenfinanzierung mit Hilfe entsprechenden langfristigen Kapitals vermuteten.

aa) Untersuchung der Innenfinanzierungsstruktur. Während der ersten beiden restriktiven Phasen ist der Anteil der Innenfinanzierung mit Eigenkapital gestiegen. Dies zeigt das Zahlenmaterial der Tabelle 6.

1) Vgl. S.60, erster Absatz.

2) Vgl. S.60, vierter Absatz.

Tabelle 7 :

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971.
i.v.H.

Position	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2$)	17,77	29,99	31,58	25,34	21,49	27,13	29,92
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen + Gewinn- vortrag ./ .Agio ./ .Ver- lustvortrag)	2,90	17,25	17,52	14,91	12,05	15,25	14,35
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	14,87	12,64	14,06	10,43	9,44	11,88	15,57
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2$)	82,23	70,11	68,42	74,66	78,51	72,87	70,08
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen + Agio)	20,48	40,96	58,78	42,37	30,14	17,96	37,28
2 Langfristige Kredite	61,75	29,15	9,64	32,29	48,37	54,91	32,80
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Quellen: Vgl. Tabelle Nr. IV (Anhang) -eigene Berechnungen.

Eine Sonderentwicklung können wir zwar für 1964 feststellen, aber hier hatte ja die restriktive notenbankpolitische Phase erst während einiger Monate bestanden.

Während der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik sind zwar teilweise die Rücklagen geringfügig gestiegen, aber gleichzeitig die Gewinnvorträge gefallen sowie die Verlustvorträge angewachsen.¹⁾

Bei dem erheblich überwiegenden Anteil der Rücklagenbildung an der Innenfinanzierung mit Eigenkapital ist deren nur geringfügiger Anstieg von entscheidender Bedeutung.

Vergleichen wir nun das vorliegende Zahlenmaterial mit unseren Annahmen, so können wir unsere Aussagen nur bedingt bestätigt sehen.²⁾

Nur für den Verlauf einer Phase restriktiver Notenbankpolitik wurde der Kapitalbedarf vermehrt durch innenfinanziertes Eigenkapital gedeckt. Für die zweite Phase trifft dies für den überwiegenden Zeitraum auch zu.

Für den Verlauf der dritten Phase lassen die Werte allerdings keine Bestätigung unserer Annahmen zu.

Die Finanzierung mit langfristigen Rückstellungen und Sozialverbindlichkeiten hat im Verlauf der ersten Phase (1959/ 1960) abgenommen. Die Entwicklung dieser Tendenz ist, wie Tabelle Nr. 6 zeigt, nicht so einheitlich verlaufen.

Während diese Finanzierungsquelle zunächst 1964 noch zugenommen hatte, lagen die beiden entsprechenden Werte für 1965 und 1966 dann unter dem des Jahres 1963.³⁾

1) Vgl. WiSta Jg.1970 (Heft 11), S.561, Jg. 1971 (Heft 11), S. 693, Jg.1972 (Heft 12), S. 691.

2) Vgl. S. 60, vierter Abschnitt.

3) Allerdings ist der relative Anteil 1966 im Vergleich zu 1965 wieder angestiegen. Vgl. Tab. 6.

Für den Verlauf der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik zeigen die Werte zunächst einen Rückgang der langfristigen Rückstellungen und Sozialverbindlichkeiten. Erst für 1971 können wir einen Anstieg dieser Finanzierungsquote an der Gesamtquote feststellen.

Insgesamt können wir zwischen unseren Annahmen¹⁾ und den hier vorliegenden Werten keinerlei Übereinstimmung feststellen. Die Industrie-Aktiengesellschaften hatten sich insgesamt, von zwei kurzfristigen Ausnahmen abgesehen,²⁾ nicht vermehrt über diesen Weg finanziert. Das Gegenteil war der Fall.

Betrachten wir nun noch die Zahlen für die kurz- und mittelfristige Innenfinanzierung mit Fremdkapital, so zeigt sich für die erste Phase eine verstärkte Finanzierung über diese Quelle.

Für die zweite Phase ist für 1964 ein gleiches Verhalten erkennbar. Dagegen haben die Industrie-Aktiengesellschaften 1965 und 1966 weniger Kapital aus dieser Quelle finanziert.

Im Verlauf der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik wurde von diesen Unternehmen zunächst in geringerem Umfang als zuvor mittel- und kurzfristiges Fremdkapital innenfinanziert. Allerdings stieg die Quote dann im weiteren Verlauf merkbar an.

Da wir in unseren Annahmen unterstellt hatten, daß diese Unternehmen verstärkt mit langfristigem Kapital innenfinanzieren würden,³⁾ ergibt sich somit für die

1) Vgl. S. 60, vierter Abschnitt.

2) Dieses war zunächst das Jahr 1964, für welches berücksichtigt werden muß, daß die restriktive Phase erst kurz vor Beginn seines 3. Drittels begonnen hatte. Die andere Ausnahme war das Jahr 1971.

3) Vgl. S. 60, vierter Absatz.

für die erste Phase restriktiver Notenbankpolitik ein Widerspruch zu unseren Annahmen.
Dies gilt nicht für die Phase 2, wenn wir einmal vom Verhalten während des Jahres 1964 absehen.
Wir hatten aber schon darauf hingewiesen, daß das Verhalten während des Jahres 1964 nicht unbedingt als repräsentativ angesehen werden kann.¹⁾

Das Verhalten lässt für die Jahre 1969 und 1970 desgleichen keinen Widerspruch zu unseren Annahmen erkennen. Diese Aussage wollen wir für 1971 nicht unbedingt übernehmen, weil der Wert erheblich angestiegen war. Bezogen auf die Vergleichsgröße für das Jahr 1968 war er aber immer noch geringer.
Wir können nunmehr ein Verhalten in Konsensus mit unseren Annahmen nicht voll bestätigen, weil teilweise erhebliche Abweichungen aufgetreten sind.

2. Untersuchung der Außenfinanzierung deutscher Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.

aa) Das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Fremdkapital.

aa₁) Das Verhalten in bezug auf die Fristigkeit des finanzierten Fremdkapitals.

Die Industrie-Aktiengesellschaften haben im Verlauf der ersten beiden Phasen restriktiver Notenbankpolitik die Außenfinanzierung mit langfristigem Fremdkapital vermindert. Dieses Verhalten wird durch die Zahlen der Tabelle 6 eindeutig belegt.

Auch für das Jahr 1969, dem ersten Jahr der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik, können wir ein derartiges Verhalten feststellen.

Während der Jahre 1970 und 1971 haben dann die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften allerdings in vermehrtem Umfang langfristiges Fremdkapital nachgefragt.

Damit ergibt sich für diesen Zeitraum ein gegenteiliges Verhalten zu unseren Annahmen darüber. Berücksichtigen

1) Vgl. S.149, Fußnote 2.

wir nun aber, daß die gestiegene Quote der langfristigen Außenfinanzierung für 1970 kaum über den Werten der Jahre 1965/ 1966 gelegen hat, so wäre in erster Linie das atypische Verhalten während des Jahres 1971 zu beleuchten. Hier haben offensichtlich in erster Linie Konsolidierungswünsche eine erhebliche Rolle gespielt.¹⁾

Somit wäre dann insgesamt für die langfristige Fremdfinanzierung ein Verhalten feststellbar, welches von uns in etwa vorhergesagt wurde.²⁾

Die Nachfrage nach kurz- und mittelfristigen Krediten ist insgesamt verlaufen, wie vorhergesagt.

Während der Phase 1 erfolgte im Jahr 1960 eine erhebliche Nachfragesteigerung, nachdem noch 1959 ein niedrigeres Finanzierungsvolumen durch diese Kredite gedeckt wurde.³⁾

Im gesamten Verlauf der Phase 2 haben die Industrie-Aktiengesellschaften in stärkerem Maße als vor dieser Phase mit mittel- und kurzfristigen Krediten finanziert. Für den Verlauf der Phase 3 ist der Anteil der Finanzierung mit derartigen Krediten für 1969 und 1970 sprunghaft angestiegen. 1971 ist dann die Finanzierung mit mittel- und kurzfristigen Krediten wieder rückläufig gewesen, wie Tabelle Nr. 6 ausweist. Allerdings hat der Wert für 1971 immer noch über der Vergleichsgröße für 1968 gelegen.

Insgesamt bestätigt damit die Entwicklung unsere Annahmen.⁴⁾

1) Wir wollen hier Untersuchungsergebnissen noch nicht vorgreifen, verweisen aber auch die Seiten 154 ff. Immerhin besteht die Möglichkeit der Richtigkeit unserer Behauptung, wenn die erhebliche Zunahme der mittel- und kurzfristigen Kredite während der Jahre 1969 und 1970 berücksichtigt wird. Vgl. Tabelle Nr. 6, S. 143.

2) Vgl. S. 64.

3) Eine Erklärung für diesen gesunkenen Wert kann nicht gefunden werden. Vielleicht muß hier die vermehrte Innenfinanzierung als Ursache angesehen werden.

4) Vgl. S. 64.

aa₂) Das Finanzierungsverhalten auf den verschiedenen Märkten für Fremdkapital.

aaa) Das Verhalten auf den verschiedenen Märkten für langfristiges Fremdkapital.

aaa₁) Das Verhalten auf dem Rentenmarkt.

Das uns vorliegende Material zeigt für die Phasen 1959/ 1960 und 1964/1966 insgesamt ein Verhaltensmuster, wie es angenommen wurde.¹⁾²⁾

So haben die Industrie-Aktiengesellschaften während dieser Zeiträume die Emission von Obligationen über den nationalen Rentenmarkt eingeschränkt.

Dies beweist uns das in Tabelle Nr.8 zusammengestellte Material.³⁾

Der Nachfragerückgang im Jahr 1959 wird erst dann besonders deutlich, wenn berücksichtigt wird, daß nach dem Beginn der restriktiven Phase nur noch für Mio DM 81,3 Obligationen emittiert worden sind.⁴⁾

Auch im Jahr 1960 hat diese Tendenz angehalten, wobei das Emissionsvolumen mit 23,7 Mio DM einen Stand erreicht hatte, der seit 1955 nicht mehr registriert werden konnte.

Die gleiche Entwicklung kann für die Phase 2 (1964 - 1966) beobachtet werden.

Dabei muß berücksichtigt werden, daß während der Phase in den jährlichen Emissionsvolumina, die in Tabelle 8 zusammengestellt sind, Wandelanleihen mit einem Anteil von ungefähr 50 v.H. enthalten sind. Dieses zeigt uns

1) Vgl. S. 65 ff.

2) Aus dem Material konnte die Gruppe der Industrie-Aktiengesellschaften nicht eindeutig isoliert werden. Allerdings ist der Kreis der emissionsfähigen Unternehmen, die nicht die Rechtsform der A.G. hatten, derartig gering, daß wir die vorliegenden Zahlen für unsere Untersuchung als repräsentativ ansehen können.

3) Das Material selbst wurde in Tabelle Nr. V (Anhang) nach Unternehmen verschiedener Wirtschaftsgruppen aufgefächert dargestellt.

4) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Nr.6 (Juni) 1960, Stat.Teil, V. Kapitalmarkt, Tab.Nr.6, S. 100.

Tabelle 8 :

Die Emission von Aktien und Obligationen
durch deutsche Industrieunternehmen am Kapitalmarkt
1958 - 1970

	1958		1959		1960		1961	
	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.
Aktien	728,10	32,11	1350,89	61,29	2243,56	98,99	2569,98	90,73
Obligationen	1539,51	67,89	853,37	38,71	22,96	1,01	262,43	9,27
Summe	2267,61	100,00	2204,26	100,00	2266,52	100,00	2832,41	100,00
	1962		1963		1964		1965	
	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.	Kurswert	i.v.H.
Aktien	1565,97	59,93	920,98	37,47	1698,73	63,70	3264,57	84,95
Obligationen	1046,90	40,07	1537,17	62,53	967,84	36,30	578,18	15,05
Summe	2612,87	100,00	2458,15	100,00	2666,57	100,00	3842,75	100,00

Quelle: Vgl. Tabellen Nr. V und VI (Anhang) - Tabelle Nr.14
eigene Berechnungen- Abweichungen durch Runden der Zahlen.

noch Tabelle 8 : Die Emission von Aktien und Obligationen durch deutsche Industrieunternehmen am Kapitalmarkt 1968 - 1970						
	1966		1967		1968	
	Kurswert	i. v. H.	Kurswert	i. v. H.	Kurswert	i. v. H.
Aktien	1687,65	88,02	1442,24	60,10	2226,91	90,04
Obligationen	229,61	11,98	957,53	39,90	246,24	9,96
Summe	1917,26	100,00	2399,77	100,00	2473,15	100,00
	1969		1970			
	Kurswert	i. v. H.	Kurswert	i. v. H.		
Aktien	402,31	46,45	1259,00	66,30	-	-
Obligationen	467,00	53,55	640,00	33,70	-	-
Summe	869,32	100,00	1899,00	100,00	-	-

das in Tabelle 9 zusammengestellte Material im Vergleich zu dem der Tabelle 8.

Während der dritten Phase kontraktiver Notenbankpolitik zeigt sich eine im Vergleich zu den Vorphasen atypische Entwicklung.

Die Emissionsvolumina haben über denen der Jahre 1967 und 1968 gelegen.

Allerdings kehrt sich das Bild um, wenn zwei Faktoren berücksichtigt werden.

Einmal waren 1969 der gesamte und 1970 der überwiegende Anteil des Emissionsvolumens Wandelanleihen.

Diese konnten zu einem Zinssatz am Markt untergebracht werden, der erheblich unter einem Satz für normale Anleihen gelegen hat.¹⁾

Andererseits wurden diese Anleihen während der Jahre 1969 und 1970 bis auf einen geringen Teil von Unternehmen der chemischen Industrie emittiert.

Wir können damit feststellen, daß die Industrie-Aktiengesellschaften aller anderen Sektoren sich so verhalten haben, wie wir es annahmen.²⁾

Allerdings haben auch Unternehmen anderer Sektoren 1971 verstärkt Obligationen emittiert.

Bis Anfang Mai 1971³⁾ wurden für Mio DM 200 Industrie-Anleihen aufgelegt.⁴⁾

Diese Entwicklung ist aber nicht mit dem Abschluß unserer Untersuchung zum Stillstand gekommen.⁵⁾

1) So lagen die Zinssätze für Wandelanleihen mit 5,0 - 6,0 im Jahr 1969 und 6,5 im Jahr 1970 jeweils erheblich unter denen für neu aufgelegte Pfandbriefe. Diese Sätze können aber auch für normale Industrie-Anleihen in Betracht gezogen werden.
Vgl. Tabelle Nr.9 und Tabelle Nr.I (Anhang).

2) Vgl. S.66.

3) Mit dem 10. Mai 1971 endet unsere Untersuchung.
Vgl. S. 97.

4) Es handelt sich um die Unternehmen Hoesch A.G. und Thyssen A.G. mit je 100 Mio DM.

Vgl. Dresdner Bank A.G., Kapitalmarkt und Börse 1971, o.O., o.J., S. 145 f.

5) Dabei sind noch kurz nach dem 10. Mai 1971 Mio DM 200 emittiert worden.
Vgl. Ebenda.

Tabelle 9 :

Die Emission von Wandelanleihen durch
deutsche Industrie-Aktiengesellschaften

1958 - 1971

Jahr	Emissionsbetrag Mio DM	Zinssatz
1958	65,00	7,0 - 6,0
1959	21,00	5,5
1964	427,50	5,5
1965	270,00	5,0
1966	121,73	6,5 - 7,0 ¹⁾
1967	301,20	6,5
1968	10,00	6,5
1969	457,00	5,0 - 6,0
1970	490,00	6,5
1971	62,10	6,5

1) Der Zinssatz von 7,0% betraf allerdings nur einen äußerst geringen Teil des Emissionsvolumens in Höhe von Mio DM 4,13.

Quellen: Commerzbank A.G., Rund um die Börse
1971, a.a.O., S. 116 - 119.

Ulrich Surkamp und Horst Weissenfeld,
Wandelschuldverschreibungen, a.a.O.,
Tabelle 2.

Dresdner Bank A.G., Kapitalmarkt und
Börse 1969, o.O., o.J., S. 150.

Diese verstärkte Emissionstätigkeit von Industrie-Aktiengesellschaften kann nur durch zwei verschiedene Motive erklärt werden.

Dies ist zunächst einmal eine nachlassende Selbstfinanzierungsfähigkeit ¹⁾ der Industrie-Aktiengesellschaften.

Andererseits, so die Deutsche Bundesbank, seien Konsolidierungswünsche der Emittenten maßgebend gewesen. ²⁾ Diese Aussage kann bestätigt werden.

So haben sowohl Klöckner ³⁾ als auch Thyssen ⁴⁾ in erster Linie Anleihen aufgelegt, um bestehende kurzfristige Verbindlichkeiten abzulösen.

Hier liegt offensichtlich ein finanzwirtschaftlicher Finanzierungsanlaß vor, bei dem eine Preisempfindlichkeit nicht gegeben war. ⁵⁾⁶⁾

Somit wollen wir festhalten, daß die Industrie-Aktiengesellschaften, soweit sie nicht zum Sektor chemische Industrie gehörten, im Verlauf der Phasen 1 und 2 sowie für den überwiegenden Teil der Phase 3 ihren Kapitalbedarf vermindert über diesen Markt beschafft haben. Insofern entspricht dieses Verhalten unseren Annahmen.

Teilweise sind auch mögliche Finanzierungswünsche, die über diesen Markt befriedigt werden sollten, durch die Empfehlungen des ZKMA unterbunden worden. ⁷⁾

Auch für den Fall der Konsolidierungsnotwendigkeit von Bankkrediten und der damit verbundenen Emission von Industrie-Obligationen hatten wir angenommen, daß in Phasen kontraktiver Notenbankpolitik einmal verstärkt über diesen Markt Kapital nachgefragt werden könnte. Insofern ergibt sich auch hier kein Widerspruch zu unseren Annahmen.

1) Vgl. Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1971, a.a.O., S. 73.

2) Vgl. Ebenda.

3) Vgl. NN, Auch Klöckner hat es schwer, in Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 57 v. 23.3.1971, S.7. Die kurzfristigen Kredite hatten 1970 um 29%, die mittelfristigen Kredite um 8,5% zugenommen. Ein weiterer Grund für die Anleihenemission waren Investitionsfinanzierungen.

Ein Nachweis über die Ursachen, die eine verminderte Finanzierung der Industrie-Aktiengesellschaften über diesen Markt in Phasen restriktiver Notenbank bewirkten, kann nicht erbracht werden.¹⁾ Dies liegt daran, daß in der Regel über derartige Nichtaktivitäten keinerlei Berichterstattung erfolgt.

Wir meinen, daß die gegebene Zinsempfindlichkeit die Hauptursache gewesen ist.

aaa₂) Das Finanzierungsverhalten auf internationalen Anleihemärkten.

Das Zahlenmaterial der Tabelle Nr. 10 zeigt uns, daß deutsche Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik auf den Euro-Anleihemarkt ausgewichen sind.

Dies ist für 1965 allerdings nicht so gravierend gewesen, weil in den Mio DM 190 zwei Anleihen enthalten sind, die mit einer Laufzeit von 2 - 3 und einem Volumen von insgesamt 110 Mio DM ausgestattet waren.

Für 1966 können wir dann aber ein erheblich gestiegenes Finanzierungsvolumen feststellen.

Der gleiche Tatbestand wird aber auch 1969 erfüllt, wobei als Novum die drei Unternehmen Bayer, BASF und Siemens mit Optionsanleihen an den Markt gegangen sind.¹⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 157

4) Vgl. NN, Thyssen tritt mit Investitionen kürzer, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.50 v. 12./13. März 1971, S. 11.

Der Grund wurde hier nicht eindeutig angesprochen. Da aber die Investitionen gedrosselt werden sollten und außerdem die kurzfristigen Kredite 1970 besonders stark angestiegen waren, nehmen wir an, daß unsere Vermutung begründet ist.

5) Wir unterstellen hier Überwiegend finanzwirtschaftliche Finanzierung.

6) Die oben vermutete und geprüfte Zinsempfindlichkeit bezog sich auf ein vergrößertes Volumen über den Konsolidierungseffekt hinaus, wobei dieses vermehrte Volumen dann auch aus finanzwirtschaftlichen Gründen beschafft werden sollte. Dies trifft hier offensichtlich auch nicht zu. Vgl. S. 138.

7) Vgl. Dresdner Bank A.G., Kapitalmarkt und Börse 1970, a.a.O., S.5.

1) Vgl. NN, Das Geheimnis der Warrants, in: Der Volkswirt, Nr. 34 v. 21.8.1970, S. 55.

Tabelle 10 :

Die Emission von Anleihen am Euromarkt durch deutsche Industrieunternehmen 1965 - 1969.

J a h r	Emissionsvolumen Mio DM / US-Dollar ¹⁾	Zinssatz
1965	190,0 Mio DM ²⁾	6,00 - 6,50
1966	305,6 Mio DM	5,75 - 7,00
1967	225,6 Mio DM	5,50 - 7,00
1969	190,0 Mio Dollar ³⁾	5,50 - 6,00

Quelle: Morgan Guarantee Trust Company: The financing of business with Euro-Dollars, zweite verb.Auflage, o.O., 1969, Tabellen Nr.7 u.8, S. 22 ff.

Deutsche Bank A.G., unveröffentlichtes Material.
Dresdner Bank A.G., Rund um die Börse 1971, o.O., o.J., S. 122.

1) Die Anleihen wurden nicht immer in DM-Währungseinheiten emittiert. Hier wurde aber deswegen zumeist auf DM umgerechnet, um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen.

2) Hierunter entfallen zwei kurzfristige Anleihen mit einem Emissionsvolumen von Mio DM 110, die nur über einen Zeitraum von 2-3 Jahren entsprechende Laufdauern ausweisen.

3) Hierbei handelt es sich um drei Optionsanleihen, die von Tochtergesellschaften der BAYER, BASF und SIEMENS A.G. emittiert wurden.

Als Emittenten traten Holdinggesellschaften auf, die ihren Sitz jeweils in Curacao/ Niederländische Antillen hatten.

Vgl. Dresdner Bank A.G., Wandelanleihen-Optionsanleihen, o.O., o.J., ohne Seitenzahlangaben.

Für das Ausweichen auf den Euro-Anleihemarkt ist zunächst sicherlich das bestehende Zinsgefälle von erheblicher Bedeutung gewesen.

Auf der anderen Seite ist aber gerade im Verlauf der dritten Phase kontraktiver Notenbankpolitik eine Angebotsverengung auf dem deutschen Anleihemarkt eingetreten.¹⁾ Dieser Tatbestand hat sicherlich die Ausweichbestrebungen der Unternehmen noch verstärkt. Und schließlich konnte durch diese besondere Form der Finanzierung²⁾ der Grundstein für neues Eigenkapital gelegt werden.³⁾

Außerdem konnten hierdurch geplante Auslandsinvestitionen durch Kapital finanziert werden, welches nicht aus inländischen Quellen stammte.⁴⁾

Insgesamt wird unsere Annahme über das Ausweichen auf einen ausländischen Anleihemarkt in Phasen restriktiver Notenbankpolitik bestätigt.⁵⁾

Finanzieren konnten sich nur Unternehmen, hinter denen die ausländische Muttergesellschaft als Garant stand, oder inländische Unternehmen erster Adresse. Da dies der Fall war⁶⁾, werden unsere Annahmen voll bestätigt.⁷⁾

-
- 1) Vgl. Wolfgang Müller-Haeseler, Den letzten Groschen ausgekehrt.-Der deutsche Kapitalmarkt ist für die Chemie Giganten zu eng-, in: Die Zeit, Nr. 39 vom 25. September 1970, S. 33.
 - 2) Vgl. Oswald Hahn, Die Kapitalformen: Eigen- und Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 30.
 - 3) Wobei natürlich noch nicht gesagt werden konnte, in welcher Höhe, denn der Umfang, in dem die Inhaber der Optionsscheine von ihrem Optionsrecht Gebrauch machen würden, konnte der Natur der Sache nach nicht vorhergesagt werden.
 - 4) Dieses traf zumindest in erster Linie für die BASF und Bayer zu. Für Siemens kann dies aber mit hoher Wahrscheinlichkeit vermutet werden.
Vgl. Wolfgang Müller-Haeseler, Den letzten Groschen ausgekehrt....., a.a.O.
 - 5) Vgl. S. 72.
 - 6) Vgl. Morgan Guaranty Trust Company The financing of business with Euro-Dollars, a.a.O., S. 22 ff.
Vgl. Commerzbank A.G., Rund um die Börse 1971, a.a.O., S. 122.
Vgl. Dresdner Bank A.G., Wandelanleihen- Optionsanleihen, a.a.O., ohne Seitenzahl.
 - 7) Vgl. S. 72.

aaa₃) Das Verhalten auf dem Markt für Schuldscheindarlehen.

Material für den Gesamtmarkt liegt leider nicht vor.¹⁾

Die daraus resultierende schlechte Transparenz dieses ökonomischen Ortes bewirkt für unsere Arbeit, daß die oben formulierten Annahmen nicht eindeutig belegt werden können.²⁾

Soweit Kreditinstitute Schuldscheindarlehen herausgelegt haben, was sicherlich in großem Umfang der Fall gewesen ist, sind diese in den Bankenstatistiken bereits enthalten.

Immerhin besteht ein Zahlenwerk über die Schuldschein- und anderen Darlehen der deutschen Privatversicherer. Dieses kann aber nur bedingt für Aussagen über Schuldscheindarlehen an deutsche Industrie-Aktiengesellschaften herangezogen werden.

Das liegt daran, daß eine Auffächerung der Unternehmen nach Wirtschaftszweigen und Rechtsformen nicht vorgenommen werden kann.³⁾

Immerhin sind doch gewisse Tendenzen erkennbar, weswegen wir nicht völlig auf dieses Material verzichten wollen.

Das Zahlenwerk der Tabelle Nr. 11 zeigt uns für den Verlauf der ersten Phase restriktiver Notenbankpolitik für das Jahr 1960 einen erheblichen Anstieg der Aufnahme von Schuldscheindarlehen bei der deutschen Privatversicherungswirtschaft. Zwar hatte 1959 die nominale Veränderung im Vergleich des Vorjahres noch stagniert. Im Jahr 1960 ist dann aber ein erheblicher Nachfragezuwachs erkennbar.

1) Dies liegt daran, daß nur die Versicherungswirtschaft Zahlen über Schuldscheindarlehen erstellen und veröffentlichen muß.

2) Vgl. S.68 ff.

3) Das Zahlenmaterial der Deutschen Bundesbank gliedert die Schuldscheindarlehen an Wirtschaftsunternehmen in privater und öffentlicher Hand. Dabei kann ein Teil der Unternehmen in öffentlicher Hand zu den Industrie-Aktiengesellschaften gezählt werden. Wir können diese Unternehmen aber nicht herauslösen und berücksichtigen diese Zahlen daher nicht in Tabelle 11. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Nr. 1 (Januar) 1972, S. 24, Fußnote 1.

Tabelle 11

Die Finanzierung deutscher Unternehmen in privater Hand durch Aufnahme von Schuldschein- und anderen Darlehen bei der deutschen Privatversicherungswirtschaft 1957 - 1970

Jahr	Insgesamt Mio DM	Veränderung zum Vorjahr	
		Mio DM	i. v. H.
1958	2766	+ 464	
1959	3230	+ 464	+16,78
1960 ¹⁾	3961	+ 731	+22,70
1961	4362	+ 401	+10,12
1962	5260	+ 898	+20,59
1963	6101	+ 841	+15,99
1964	6469	+ 367	+ 6,02
1965	6785	+ 317	+ 4,67
1966	7058	+ 273	+ 4,02
1967	7504	+ 446	+ 6,32
1968	7769	+ 265	+ 3,53
1969	7846	+ 77	+ 0,99
1970	7660	- 186	- 2,37

1) Ab 1960 einschließlich Saarland.

Quellen: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr. 4 (April) 1965, S. 24; Nr. 1 (Januar) 1972, S. 24 -eigene Berechnungen- Abweichungen durch Runden des Zahlenmaterials

Auch für den Verlauf der zweiten Phase kontraktiver Notenbankpolitik können wir feststellen, daß durch die deutsche Privatversicherungswirtschaft Schuldscheindarlehen an deutsche Privatunternehmen gegeben sind.

Allerdings ist die Tendenz rückläufig gewesen.

Für den Verlauf der dritten Phase liegen uns nur Zahlen für die Jahre 1969 und 1970 vor. Diese belegen einen erheblichen Nachfragerückgang.

Es wäre nun völlig falsch von diesen Ergebnissen allgemein auf die Entwicklung des Schuldscheinmarktes Rückschlüsse zu ziehen.

Die Deutsche Bundesbank weist darauf hin, daß seit Ende 1964 die Direktkreditgewährung in Form von Schuldscheindarlehen durch die deutsche Versicherungswirtschaft an die Industrieunternehmen rückläufig gewesen ist.¹⁾

Hier haben die Kreditinstitute vermehrt entsprechende Darlehen durch die Versicherungswirtschaft erhalten.²⁾

Die Wirtschaftsunternehmen sind, so die Deutsche Bundesbank, verstärkt ins Ausland ausgewichen.³⁾

Dies kann für die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften bisher nur bedingt bestätigt werden. Es handelte sich zumindest bei der Aufnahme langfristigen Fremdkapitals um einige wenige Unternehmen, die auf dem Euromarkt langfristiges Fremdkapital verstärkt aufgenommen haben.

Inwieweit eine vermehrte Aufnahme kurzfristigen Fremdkapitals auf ausländischen Märkten durch Industrie-Aktiengesellschaften erfolgt ist, wollen wir noch untersuchen.

Wir müssen damit aus dem vorhandenen Material zunächst feststellen, daß die deutsche Versicherungswirtschaft im Verlauf der ersten Phase restriktiver Notenbank-

1) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Nr. 1 (Januar) 1972, S. 25.

2) Vgl. Ebenda.

3) Vgl. Ebenda.

politik verstärkt Schuldscheindarlehen an deutsche Industrie-Aktiengesellschaften herausgelegt hat.¹⁾

Für den Verlauf der zweiten Phase kontraktiver Notenbankpolitik zeigen die Zahlen allgemein eine rückläufige Tendenz.

Die gleiche Entwicklung wird für den Verlauf der dritten Phase, soweit die Werte vorliegen, bestätigt.

Allerdings handelt es sich hier nur um die Aufnahme von Schuldscheindarlehen bei der deutschen Versicherungswirtschaft.

Wir meinen, daß doch insgesamt über diesen Markt verstärkt Kredite aufgenommen worden sind. Allerdings sind die Schuldscheindarlehen dann direkt bei den Kreditinstituten aufgenommen worden. Diese können aber aus den "Krediten an Nichtbanken" nicht herausgelöst werden.

Das vorliegende Material zu den Bilanzbesprechungen läßt keinen Rückschluß zu, da die Aussagen zu spärlich und willkürlich sind.¹⁾

Wir können damit nur festhalten, daß offensichtlich in vermindertem Maße während zweier Phasen restriktiver Notenbankpolitik Schuldscheindarlehen bei einer potenten Anbietergruppe nachgefragt worden sind.

Inwieweit dies auch für die Nachfrage bei den Kreditinstituten zutrifft, wollen wir versuchen nachzuprüfen.

1) Nur ganz wenige Unternehmen, die dazu entsprechende Ausweise vorgelegt haben. Dies waren für die verschiedenen Phasen:

Phase 1: Goldschmidt A.G. Mio DM 4,5.
Deutsche Linoleum A.G. Mio DM 15,0.
Phase 2: Dyckerhoff A.G. Mio DM 20,0.
Preußag A.G. Mio DM 20,0.

Vgl. NN, Goldschmidt verstärkt Ausbau der Werke, in: Handelsblatt, 16.Jg., Nr.84 v.3.Mai 1961, S.6.

Vgl. NN, Die Preußag hatte ihr bestes Jahr: in Handelsblatt, 16.Jg., Nr.101 v.30.Mai 1961, S.6.

Vgl. NN, Auch bei Dyckerhoff Rekordinvestitionen, a.a.O.

Vgl. NN, DLW verbreitert die Produktionsbasis, a.a.O.

aaa₄) Das Verhalten auf dem Markt für langfristige Bankkredite.

Das statistische Material der Deutschen Bundesbank lässt für den Zeitraum der Phasen 1 und 2 insofern keine eindeutige Aussage zu, als die entsprechenden Zahlen mittel- und langfristige Kredite enthalten. Außerdem können die Industrie-Aktiengesellschaften aus der Gruppe der Industrieunternehmen aller Rechtsformen nicht herausgelöst werden.

Wir können aber dennoch davon ausgehen, daß die Zahlen der Deutschen Bundesbank die Tendenz wiedergeben, da die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften eine viel zu große Gruppe mit entsprechender Potenz innerhalb der deutschen Industrieunternehmen darstellen.

Schließlich müsste sich die Entwicklung auf dem Markt in irgendeiner Form im ausgewerteten Bilanzmaterial des Statistischen Bundesamtes widerspiegeln.

Das in Tabelle Nr.12 zusammengestellte Material zeigt uns für den Verlauf der ersten Phase restriktiver Notenbankpolitik zunächst noch für das Jahr 1959 eine verstärkte Nachfrage nach mittel- und langfristigen Krediten. Dies verwundert nicht, da sich für das Jahr 1959 die Phase restriktiver Notenbankpolitik nur auf einen geringen Zeitraum ausgewirkt hatte.¹⁾

Im Jahr 1960 ist dann allerdings eine rückläufige Wachstumsrate bei diesen Krediten feststellbar.

Dabei haben offensichtlich in erster Linie Unternehmen aus dem Bereich der Nahrungs- und Genußmittelindustrie sowie Textil-, Schuh-, Leder- und Bekleidungsindustrie und aus der Bauwirtschaft verstärkt mittel- und langfristige Kredite nachgefragt.²⁾

1) Diskont- und Lombardsatzerhöhungen erfolgten erst mit dem 23. Oktober 1959. Vgl. Tabelle Nr.3.

2) Vgl. Tabelle Nr. VII (Anhang).

Tabelle 12

Kredite der deutschen Bankwirtschaft an deutsche Industrieunternehmen 1958 - 1967.

JAHR	Kredite insgesamt Mio DM	Veränderung Mio DM		i.v.H.	kurzfristige Kredite Mio DM		Veränderung Mio DM		i.v.H.	mittel- und langfristige Kredite Mio DM		Veränderung Mio DM		i.v.H.
1958	25316	+1400	+ 5,93		13781	+ 87	+0,64	11535	+1313	+12,84				
1959	27554	+2238	+ 8,84		13882	+ 101	+0,73	13672	+2137	+18,53				
1960	30674	+3120	+11,32		16354	+2472	+17,81	14320	+ 648	+ 4,74				
1961	36989	+6315	+20,59		19787	+3433	+20,99	17202	+2878	+20,10				
1962	41941	+4952	+13,39		21052	+1265	+6,39	20337	+3695	+21,48				
1963	46518	+4577	+10,91		22555	+1503	+7,14	23963	+3066	+14,97				
1964	50865	+4347	+ 9,35		24536	+1981	+8,78	26329	+2366	+ 9,87				
1965	57952	+7037	+13,93		28395	+3859	+15,74	29557	+3228	+12,26				
1966	64634	+6682	+11,53		31579	+3184	+11,21	33055	+3498	+11,38				
1967	67452	+2818	+ 4,36		32344	+ 765	+2,42	35108	+2053	+ 6,21				

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, diverse Jahrgänge 1957-1968, Stat. Teil.-eigene Berechnungen-Abweichungen durch Runden der Zahlen.

Die Zahlen der Deutschen Bundesbank werden durch das Material des Statistischen Bundesamtes nur für das Jahr 1960 bestätigt.¹⁾

Allerdings muß berücksichtigt werden, daß hier sämtliche langfristigen Kredite zusammengefasst worden sind. Somit wurden darunter auch die Obligationenemissionen subsummiert. Schon 1959 hatte aber das Emissionsvolumen von Industrie-Obligationen bei den Industrie-Aktiengesellschaften unter dem des Vorjahres gelegen.²⁾

Insofern meinen wir, daß die Volumina, die in Tabelle Nr. 12 die mittel- und langfristigen Kredite der Banken an die Industrieunternehmen darstellen, insgesamt repräsentativ gewesen sind.

Wir stellen damit fest, daß 1959 offensichtlich noch kein erheblicher Nachfragerückgang durch die Industrie-Aktiengesellschaften auf dem Markt für langfristige Bankkredite erfolgte.

Im Jahr 1960 war dann allerdings offensichtlich ein gewissen Nachfragerückgang gegeben. Allerdings ist dieser nur so gering gewesen, daß nur die Zuwachsraten rückläufig gewesen sind. Als Gegenbeispiel wäre die Entwicklung auf dem Rentenmarkt anzuführen. Hier ist die Nachfrage fast gegen Null gefallen.³⁾

Insgesamt ist also nur für einen Teil der Phase 1 ein geringfügiger Rückgang der Finanzierung mit langfristigen Bankkrediten feststellbar.

Im Verlauf der zweiten Phase restriktiver Notenbankpolitik zeigen die Zahlen der Tabelle Nr. 12 zunächst einen Rückgang der Wachstumsrate der Nachfrage nach mittel- und langfristigen Bankkrediten. Andere Zahlen der Deutschen Bundesbank, die aber hier nicht verwertet werden können, beweisen aber, daß eine nachlassende Nachfrage nach langfristigen Bankkrediten

1) Vgl. WiSta, Jg. 1961 (Heft 11), S. 618.

2) Vgl. Tabelle V (Anhang).

3) Vgl. Tabelle V (Anhang).

nicht gegeben war. Während die Nachfrage nach langfristigen Bankkrediten dem Volumen nach in gleicher Höhe weiterhin gegeben war, sank 1964 die Nachfrage nach mittelfristigen Bankkrediten erheblich.¹⁾

Auch für die Jahre 1965 und 1966 ist die gleiche Tendenz erkennbar. Die Industrieunternehmen haben insgesamt weiterhin in erheblichem Umfang mittel- und langfristige Bankkredite nachgefragt. Dies zeigt Tabelle 12. Allerdings ist bei der Finanzierung mit langfristigen Bankkrediten, nachdem sie 1965 noch auf dem gleichen Niveau gewesen ist wie 1964, für 1966 ein deutlicher Rückgang erkennbar. Dies zeigen uns Zahlen der Deutschen Bundesbank, die auch hier nur zur Beweisführung herangezogen werden können.²⁾

Wir meinen, daß dieses Ergebnis auch für Aktiengesellschaften der Industrie zutrifft, da die ausgewerteten Bilanzen immerhin noch einen erheblichen Anteil langfristigen Fremdkapitals ausweisen. Dies zeigt sich in Tabelle Nr. III (Anhang). Da die Finanzierung durch Aufnahme von Schuldscheindarlehen bei Unternehmen der Versicherungswirtschaft durch die Industrie-Aktiengesellschaften leicht rückläufig gewesen ist, übernehmen wir somit diese allgemeine Aussage für das Verhalten von Industrie-Aktiengesellschaften. Diese Aussage wird auch durch Josef Leis bestätigt.³⁾

Für die Phase 1969/ 1971 können wir den Nachweis eindeutig am ausgewerteten Bilanzmaterial des Statistischen

1) Die Zahlen der Deutschen Bundesbank, die eine Trennung nach mittel- und langfristigen Krediten zuließen, konnten ansonsten nicht für unsere Untersuchung herangezogen werden, da in den Werten die Kredite an das Handwerk enthalten sind, die nicht herausgeschält werden konnten. Wegen der relativen Geringfügigkeit im Verhältnis zu den herausgelegten Krediten an die Industrieunternehmen konnten wir diese Größe aber für diesen Beweis unberücksichtigt lassen.

Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1965, a.a.O., S. 57 (Tabelle).

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1967, a.a.O., S. 59 (Tabelle).

3) Vgl. Josef Leis, Aspekte der Kreditentwicklung, in: Sparkasse, 84. Jg. (1967), Heft 15, S. 237.

Bundesamtes.

Danach haben die Industrie-Aktiengesellschaften während der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik verstärkt langfristige Kredite bei den Banken aufgenommen.¹⁾

Wir können hier nicht feststellen, ob die Wachstumsraten überhaupt rückläufig gewesen sind.

Das statistische Material der Deutschen Bundesbank zeigt uns für die Jahre 1970 und 1971 aber einen erheblichen Anstieg dieser Kredite.²⁾

Insgesamt wird damit unsere Annahme über die Finanzierung mit langfristigen Bankkrediten durch deutsche Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik in der Grundrichtung bestätigt.

Die Unternehmen haben ihre Nachfrage nach diesen Krediten zeitweise zwar eingeschränkt, wenn wir davon ausgehen, daß die Wachstumsraten zeitweise unter denen vergleichbarer Vorphasen gelegen haben.³⁾⁴⁾

Auf keinen Fall aber ist ein derartiger Nachfragerückgang eingetreten wie dies bei der Finanzierung mit Industrie-Obligationen der Fall gewesen ist.⁵⁾

Die Gründe, die die Bundesbank für die weiterhin anhaltende Finanzierung mit langfristigen Bankkrediten nennt, bezieht sie auf den Vergleich zum Rückgang der Obligationenemission.

Sie nannte die niedrigeren Kosten, die selbst bei "höherem Nominalzins"⁶⁾ Bankkredite offenbar wegen der fehlenden Nebenkosten, die bei Anleihen entstehen würden, kostengünstiger seien. Daneben sei eine größere Flexibilität beim Bankkredit gegeben, wenn es um die Tilgung oder Umfinanzierung bei rückläufiger Zinsentwicklung gehe.⁷⁾

1) Vgl. WiSta, Jg. 1970 (Heft 11), S. 560; Jg. 1971 (Heft 11), S. 692; Jg. 1972 (Heft 12), S. 691.

2) Vgl. Tabelle Nr. VIII (Anhang). Es ist aber ein Vergleich zu den Jahren 1968 und 1969 (I.-III. Quartal) wegen mangelnder Zahlen nicht möglich.

3) Dies gilt zumindest für einen Teil der Phase 1 und 2.

4) Lediglich für 1966 erkennen wir einen starken Rückgang.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 170.

So haben sich insgesamt unsere Annahmen über das Finanzierungsverhalten mit langfristigen Bankkrediten bestätigt.¹⁾

bbb) Das Verhalten auf den verschiedenen Märkten für mittel- und kurzfristiges Fremdkapital.

bbb₁) Das Verhalten auf den inländischen Märkten für mittel- und kurzfristige Bankkredite.

Aus dem uns vorliegenden statistischen Material können wir zunächst nur feststellen, daß die deutschen Industrieunternehmen insgesamt im Verlauf der ersten und zweiten Phase verstärkt kurzfristige Bankkredite nachgefragt haben. Dies zeigt uns das Material der Tabelle Nr.12 eindeutig. Soweit entsprechende Zahlen für den Verlauf der dritten Phase vorliegen, ist dies für diesen Zeitraum auch der Fall gewesen. Die Zahlen der Tabelle Nr. VIII (Anhang) bestätigen dies.

Das entsprechende Material für die mittelfristigen Bankkredite konnte nur für die Unternehmen der Industrie und des Handwerks gemeinsam ermittelt werden. Bei der Dominanz der Industrieunternehmen können wir diese Werte aber für unsere Untersuchung als repräsentativ ansehen.

Demnach haben die mittelfristigen Kredite der deutschen Bankwirtschaft an die Unternehmen der Industrie und des Handwerks 1960 im Vergleich zu 1959 um 0,62 % zugenommen. 1964 waren es im Vergleich zu 1963 i.v.H. 3,68. Dagegen nahmen die mittelfristigen Kredite 1965 im Verhältnis zu 1964 um 19,32 % und 1966 im Vergleich zu 1965 um 26,29 % zu.²⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 169.

5) Vgl. Tabelle V (Anhang) bzw. Nr.8 (Textteil).

6) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 65.

7) Vgl. Ebenda.

1) Vgl. S.72.

2) Vgl. Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1963, a.a.O., S. 39; für das Jahr 1965, a.a.O., S. 57; für das Jahr 1967, a.a.O., S.59. Eigene Berechnungen.

Demnach ist bei den kurzfristigen Krediten die Nachfrage im Verlauf der ersten Phase (1959/1960) stärker erfolgt als bei den mittelfristigen Krediten.

Für 1964 können wir auch eine größere Nachfragesteigerung bei den kurzfristigen Krediten als bei den mittelfristigen Krediten feststellen. Die Entwicklung kehrt sich dann aber genau ins Gegenteil während der Jahre 1965 und 1966. Die Nachfrage bei den mittelfristigen Krediten ist jeweils erheblich stärker verlaufen als die der kurzfristigen Bankkredite.

Soweit Zahlenmaterial für die dritte Phase vorliegt und herangezogen werden kann¹⁾, ist die Entwicklung ähnlich wie während der Phase 1964/ 1966 verlaufen. So haben die Unternehmen zunächst stärker kurzfristige Kredite nachgefragt, sind dann aber auf eine vermehrte Nachfrage von mittelfristigen Bankkrediten übergegangen. Dies zeigt uns das Material der Tabelle Nr. VIII (Anhang).

Wenn wir nun fragen, ob diese Entwicklungen auch für das Verhalten der Industrie-Aktiengesellschaften repräsentativ sei, was wir ja bereits angenommen hatten,²⁾ dann werden unsere Vermutungen durch Artikel und Kommentare allgemeiner Art³⁾ sowie durch Bilanzbesprechungen

1) Ab Ende 1968 wurde in der Bankenstatistik eine neue Fristengliederung vorgenommen. Kurzfristige Kredite wurden ab dann nicht mehr auf die Kredite mit Laufzeiten von unter 6 Monaten, sondern auf unter ein Jahr beschränkt. Die Fristigkeit von mittelfristigen Krediten wurde auf den Zeitraum 1 bis unter 4 Jahre beschränkt. Nicht verändert wurde die Fristeneinteilung für langfristige Bankkredite, die sich auf Laufzeiten von 4 und mehr Jahren bezieht.
Vgl. Deutsche Bundesbank, Die Umgestaltung der Bankenstatistik Ende 1968, in: Monatsberichte Nr.4 (April) 1969, S.11.

2) Vgl. S. 74 f.

3) Vgl. Eleonore Littich, Die monetären und konjunkturellen Wirkungen..., a.a.O., S. 44 ff.

Vgl. Josef Leis, Aspekte der Kreditentwicklung, a.a.O., S. 237.

Vgl. Walter Trautmann, Die Liquidität schwindet dahin, in: Volkswirt, 19. Jg.(1965), Heft 38, S. 2142.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 172.

in der Tagespresse bestätigt.

So haben sich im Verlauf der ersten Phase (1959/ 1960) z.B. Cassella¹⁾, Salzgitter²⁾, Volkswagen³⁾ und BASF⁴⁾ offensichtlich vermehrt durch kurz- und mittelfristige Bankkredite finanziert.⁵⁾

Diese Entwicklung ist auch im Verlauf der zweiten Phase restriktiver Notenbankpolitik (1964/ 1966) zu erkennen.

So haben z.B. Mannesmann⁶⁾, SEL⁷⁾, Babcock⁸⁾, Dyckerhoff⁹⁾

Fortsetzung der Fußnote Nr.3 von S. 171.

Vgl.NN, Grossbanken -Kreditstarke erste Halbzeit, in:Volkswirt, 20.Jg.(1966), Heft 31, S.1516 f.

Vgl.NN, Kredite -Kurze Fristen gefragt, in:Volkswirt, 19.Jg.(1965), Heft 37, S.2074 f.

Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O.,S.57.

Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, a.a.O., S. 54 f.

- 1) Vgl.NN, Cassella steigerte Umsatz um 12% auf 95 Mill. DM,in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.82 v.28./29. April 1961, S.11.
- 2) Vgl.NN, Salzgitter will seine Kapitaldecke erweitern, a.a.O.
- 3) Vgl.NN, Weitere gute Ertragskraft des Volkswagenwerks,in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961),Nr.98 v. 25. Mai 1961, S.7.
Erstmalig aufgenommene Bankkredite werden hier zwar nicht als kurz- oder mittelfristig bezeichnet. Im weiteren Text wird aber darauf hingewiesen, daß "durch Aufnahme langfristiger Fremdmittel bessere Deckungsverhältnisse angestrebt werden(so die weiteren Schritte für 1961) sollen.
- 4) Vgl.NN, BASF denkt an die weitere Zukunft, a.a.O.
- 5) Es gibt aber auch Unternehmen, die gerade in dieser Phase die kurzfristigen Kredite abgebaut haben. Dies sind vor allen Dingen Unternehmen des Bergbaus.Vgl. Tabelle VII (Anhang).Die Gründe bestanden im Abbau der hohen Haldenbestände und der damit bewirkten Freisetzung gebundenen Kapitals. Der Abbau der Haldenbestände war aber aus der hohen Nachfrage bedingt, keinesfalls finanzwirtschaftlicher Ursache.
- 6) Vgl.NN, Mannesmann schloß schlechter ab, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.109 v.10./11. Juni 1966, S.12.
- 7) Vgl.NN, SEL paßte sich der Nachfrageveränderung an, in: Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr.68 v.7./8.April 1967, S. 11.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. 173.

Salzdetfurth¹⁾, Siemens²⁾, Linde³⁾ und Ilseder Hütte⁴⁾ während eines Teiles oder der gesamten Phase ihren Kapitalbedarf vermehrt mit kurz- und/oder mittelfristigen Bankkrediten finanziert.

Für den Verlauf der dritten Phase finden wir nur allgemeine Hinweise auf eine stärkere mittel- und kurzfristige Verschuldung. Es ist aber wohl anzunehmen, daß sich die deutschen Industrieaktiengesellschaften ebenso wie andere Nichtbanken⁵⁾ auch durch Aufnahme kurz- und vor allen Dingen mittelfristiger Bankkredite verstärkt finanziert haben.

Einen Hinweis auf die Finanzierung mit kurz- und/oder mittelfristigem Fremdkapital finden wir in den Bilanzbesprechungen zu Volkswagen⁶⁾, Klöckner⁷⁾ und Thyssen.⁸⁾ Schließlich finden wir in einer Besprechung zum Jahresergebnis 1970 der Robert Bosch GmbH einen Hinweis auf die Durchführung hoher kurzfristiger Fremdfinanzierungen anderer deutscher Großunternehmen.⁹⁾

Fortsetzung der Fußnoten von S. 172.

8) Vgl. NN, Babcock liebt die Vielseitigkeit, in: Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr.34 v.16.Februar 1966, S. 7.

9) Vgl. NN, Auch bei Dyckerhoff Rekordinvestitionen, a.a.O.

1) Vgl. NN, Salzdetfurth setzt auf Übersee, in: Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr. 94, S.9.

2) Vgl. NN, Die Siemens-Erträge reiften langsamer, a.a.O. Vgl. NN, Siemens frühesetens 1967 am Kapitalmarkt, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.52 v.16.März 1966, S. 8.

3) Vgl. NN, Linde hatte es 1965 merklich schwerer, in: Handelsblatt, 21. Jg.(1966), Nr.96 v. 24./25. Mai 1966, S. 15.

4) Vgl. NN, Ilseder Hütte mit besserem Betriebsergebnis, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr. 118 v. 24./25. Juni 1966, S. 15.

5) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, S. 54 f.

6) Vgl. NN, VW gibt bei den Investitionen Vollgas, a.a.O.

7) Vgl. NN, Auch Köckner hat es schwer, a.a.O.

8) Vgl. NN, Thyssen tritt mit Investitionen kürzer, a.a.O.

9) Vgl. NN, Bosch-Zünder: Nur schwache Ertragsfunken, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 108 v. 8.Juni 1971, S.8.

Da wir keinerlei Anhaltspunkte dafür gefunden haben, daß deutsche Industrie-Aktiengesellschaften ihren Kapitalbedarf in geringerem Umfang als Unternehmen anderer Rechtsformen und Wirtschaftszweige finanziert haben, nehmen wir ein gleiches Verhalten wie in den Phasen 1959/60 und 1964/1966 an.

Dernach bestätigen sich unsere Vermutungen über das Verhalten der Industrie-Aktiengesellschaften in ihrer Finanzierung mit derartigen Krediten in Phasen restriktiver Notenbankpolitik.¹⁾

Auch unsere Annahmen über die möglichen Motive eines derartigen Verhaltens können zumindest in einigen Fällen belegt werden.

So schrieb z.B. die Deutsche Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1970, daß die Unternehmen wegen des hohen Zinsniveaus von langfristigen Kreditaufnahmen Abstand genommen hätten. Dies sei auch schon 1966 der Fall gewesen. Die Unternehmen seien daran interessiert, die Konsolidierung ihrer Verbindlichkeiten in den Zeitraum niedrigerer Zinsen hinauszuschieben.²⁾ Ihre Vermutung sieht die Deutsche Bundesbank vor allen Dingen durch die Zunahme kurzfristiger besonders aber die der weit umfangreicheren von mittelfristigen Bankkrediten begründet.³⁾

Immerhin können wir vier Fälle nachweisen, in denen Unternehmen in Erwartung späterer Zinssenkungen langfristigen Kapitalbedarf zunächst durch entsprechend kurzfristige Bankkredite finanziert haben. Dabei ist zwar nicht immer von kurzfristigen Bankkrediten die Rede, kann aber bei den Größenordnungen unterstellt werden. Es handelt sich um die Ilseder Hütte⁴⁾ und die Siemens A.G.⁵⁾ für die Phase 1964/1965 sowie Klöckner⁶⁾ und Thyssen⁷⁾ für die Phase 1969/ 1971.

1) Vgl. S. 74 f.

2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, a.a.O., S. 56.

3) Vgl. Ebenda.

4) Vgl. NN, Ilseder Hütte mit besserem Betriebsergebnis, a.a.O.

bbb₂) Das Verhalten auf den ausländischen Märkten für kurz- und mittelfristige Bankkredite.

Statistische Zahlen liegen uns für die Nachfrage deutscher Industrie-Aktiengesellschaften nach kurz- und/oder mittelfristigen Bankkrediten im Ausland nicht vor. Lediglich allgemeine Berichte zur Finanzierung über derartige Märkte und Zahlen zu kurzfristigen Krediten, die deutsche Unternehmen aller Sektoren aufgenommen haben, existieren.

Danach haben sich deutsche Unternehmen im Verlauf des Jahres 1960 erstmalig in erheblichem Umfang kurzfristige Bankkredite im Ausland beschafft. Die Größenordnung war im Vergleich zu späteren Jahren allerdings noch gering. Es wurden DM 518 Mio aufgenommen.¹⁾

Im Verlauf der Phase 2 ist dann das Volumen der kurzfristigen Kredite ausländischer Banken an inländische Unternehmen erheblich gestiegen, wobei der Nachfragesog durch deutsche Unternehmen offensichtlich erst Anfang 1965 eingesetzt hat. Die Entwicklung illustriert Tabelle Nr. 13.²⁾³⁾⁴⁾

In einem erheblichen Umfang ist dann aber im Verlauf der Phase 3 (1969/ 1971) die Nachfrage nach kurzfristigen Bankkrediten angestiegen.

Dabei dürften hier in erster Linie das bestehende Zinsgefälle zum Ausland und eine gegebene Marktkverknappung im Inland für die verstärkte Finanzierung mit kurzfristigen Krediten ausländischer Banken maßgebend gewesen sein.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 174.

5) Vgl. NN, Die Siemens-Erträge reiften langsamer, a.a.O.,

6) Vgl. NN, Auch Klöckner hat es schwer, a.a.O.

7) Vgl. NN, Thyssen tritt mit Investitionen kürzer, a.a.O.

1) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr. 3 (März) 1963, Stat. Teil, S. 21.

2) Vgl. NN, Abs warnt vor dem Eurogeldmarkt, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 62 v. 30. März 1962, S. 23.

3) Vgl. NN, Auf dem Höhepunkt der Restriktionsphase, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 102 v. 31. Mai 1966, S. 4.

4) Vgl. NN, Bayer will noch mehr automatisieren, a.a.O.

Allerdings ist die dritte Phase restriktiver Notenbankpolitik zeitweise mit Aufwertungsspekulationen um die Deutsche Mark zusammengefallen. Hierdurch ist aber offensichtlich der Zufluß kurzfristiger Bankkredite an inländische Unternehmen zusätzlich induziert worden. Die Zeiträume, in denen dieser Fall eingetreten ist, lagen von ca. Frühjahr 1969 bis September 1969 sowie vom Februar/März 1971 bis zum Mai 1971. Hier wird der enorme Zufluß von kurzfristigen Bankkrediten, wie ihn Tabelle Nr. 13 sehr deutlich widerspiegelt, erkennbar.

Von diesen beiden Zeiträumen aber abgesehen, ist offensichtlich während der Phase 1969/ 1971 wegen des bestehenden Zinsgefälles zum Ausland sowie wegen der verknüpften Angebotssituation auf den inländischen Kredit- und Kapitalmärkten die verstärkte Finanzierung durch kurzfristige Bankkredite aus dem Ausland erfolgt. Dies jedenfalls bestätigen uns zahlreiche Artikel.¹⁾

Es fällt nun aber auf, daß die Industrie-Aktiengesellschaften offensichtlich selbst zu Art und Umfang der Finanzierung mit kurz- und/ oder mittelfristigen Krediten ausländischer Banken keinerlei Stellung bezogen haben. Dies mag daran gelegen haben, daß sie entweder nicht darauf angesprochen wurden, oder aber, daß auf diesbezügliche Fragen keine Antworten erteilt worden sind. Wir vermissen jedenfalls Hinweise auf derartige Verbindlichkeiten in den Kommentaren zu den Bilanzen und/ oder Hauptversammlungen.

Fragen wir uns, ob denn die Tatsache der verstärkten Aufnahme kurzfristiger Kredite bei ausländischen Banken

1) Vgl. NN, Auslandskredite an deutsche Unternehmen erschweren Restriktionskurs, in: Die Welt, Nr. 254 v. 31. Oktober 1970, S. 13.

Vgl. NN, Banken erwarten größere Geldimporte der Firmen, in: Die Welt, Nr. 18 v. 22. Januar 1971, S. 11.

Vgl. NN, Deutsche Industrie pumpt wieder im Ausland, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 23 v. 3. Februar 1971, S. 17.

Vgl. NN, Deutsche Wirtschaft finanzierte sich verstärkt im Ausland, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 41 v. 1. März 1971, S. 15.

Fortsetzung der Fußnote auf S. 177.

auch für die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften zutrifft, dann können wir dies aus folgender Überlegung heraus beantworten.

Zunächst fällt uns in den ausgewerteten Bilanzen in Tabelle 6 sowie Nr. III (Anhang) auf, daß die Finanzierung mit kurzfristigen Krediten während der Jahre 1969 und 1970 außerordentlich zugenommen hatte. Auch dann, wenn wir einmal berücksichtigen, daß die Unternehmen sich verstärkt mit kurz- und mittelfristigen Krediten deutscher Banken finanziert haben, ist der erheblich gestiegene Anteil der kurzfristigen Außenfinanzierung mit Fremdkapital an der Gesamtfinanzierung immer sehr hoch. Hieraus könnte zunächst schon einmal vermutet werden, daß auch die Industrie-Aktiengesellschaften zumindest 1969 und 1970 in vermehrtem Umfang bei ausländischen Banken entsprechende Kredite nachgefragt haben.

Unsere Annahme wird unterstützt, wenn wir Zahlen der Deutschen Bundesbank heranziehen, die diese zu zwei Stichtagen veröffentlicht hat.¹⁾

Danach ist der Anteil der deutschen Industrieunternehmen an der gesamten Aufnahme kurzfristiger Bankkredite im Ausland sehr hoch gewesen. So hat der Anteil im September 1966 bei etwa 45% gelegen, im August 1971 bei ca. 40% - 45%. Wir meinen daher, daß insofern die

Fortsetzung der Fußnote 1 von S.176.

Vgl. NN, Geldvolumen stark gestiegen, in: Die Welt, Nr. 72 v. 26. März 1971, S. 13.

Vgl. NN, Deutsche Bank: Zwischen 10 und 15 Mrd. Umschuldungsbedarf, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 69 v. 8. April 1971, S. 29.

Vgl. NN, Deutsche Bank zeigt sich mit 1970 relativ zufrieden, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 69 v. 8. April 1971, S. 9.

Vgl. Bert Hagelstein, Phänomen Eurodollarmarkt, in: Handelsblatt, 26. Jg. (1971), Nr. 82 v. 29. April 1971, S. 2.

Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, a.a.O., S. 60, S. 92.

- 1) Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr. 11 (November) 1966, S. 12; Nr. 11 (November) 1971, S. 25. Eigene Berechnungen.

Tabelle 13 :

Kurzfristige Auslandskredite inländischer
Unternehmen (ohne Kreditinstitute) in Mio DM.

Jahres-/ Quartals- ende	Kurzfristige Kredite ¹⁾ insgesamt	davon Kredite aus- ländischer Banken
1961 Dez.	1914	1490
1962 Dez.	2233	1361
1963 Dez.	2272	1143
1964 März	2903	1403
Juni	3039	1294
Sept.	2941	1409
Dez.	2756	1253
1965 März	2972	1910
Juni	3088	2001
Sept.	3503	2426
Dez.	3853	2642
1966 März	4368	3204
Juni	4851	3359
Sept.	5632	3848
Dez.	5551	3644
1967 März	6550	4032
Juni	6257	3420
Sept.	5806	2887
Dez.	4488	2228
1968 März	4640	2445
Juni	4380	2182
Sept.	4757	2370
Dez.	5028	2392
1969 März	5692	2842
Juni	7859	3888
Sept. ²⁾	10721	5548
Dez.	5582	2434
1970 März	6431	3120
Juni	8670	4937
Sept.	11453	6729
Dez.	12623	7978
1971 März ³⁾	15455	11118
Juni ⁴⁾	18869	13201
Juni ⁴⁾	20889	14389
Sept.	17023	10806

1) einschließlich Intercompany Accounts

2) abzüglich 8,5% durch Aufwertung

3) Kreis der bis einschl. Mai 1971 meldepflichtigen Unternehmen

4) Erweiterung des meldepflichtigen Kreises der Unternehmen ab
Juni 1971.

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr.11(Nov.) 1966,
S.5;Nr.12(Dez.)1966,Stat.Teil,S.92; Nr.11/12 (Nov./Dez.) 1968,Stat.
Teil,S.69; Nr. 11(Nov.) 1971, Stat.Teil, S.74.

deutschen Industrie-Aktiengesellschaften in gleicher Weise im Verlauf der Phasen 2 (1964/1966) und 3 (1969/1971) wie andere deutsche Unternehmen ihren Kapitalbedarf vermehrt durch kurzfristige Kredite bei ausländischen Banken finanziert haben.

Für den Verlauf der ersten Phase (1959/1960) können wir eine entsprechende Aussage nicht vornehmen, weil auch durch Kunstgriffe ein halbwegs schlüssiger Nachweis nicht erbracht werden kann.

Unsere Annahmen über das Nachfrageverhalten nach kurzfristigen Bankkrediten im Ausland sind aber insgesamt zunächst bestätigt worden.¹⁾

Einen entsprechenden Nachweis über das Nachfrageverhalten bezüglich der mittelfristigen Kredite bei Auslandsbanken können wir nicht erbringen, da entsprechendes statistisches Material fehlt.

bbb₃ Das Verhalten bei der Finanzierung mit Lieferantenkrediten und Kundenanzahlungen.

Unsere Annahmen, daß in Phasen restriktiver Notenbankpolitik eine verstärkte Finanzierung durch Lieferantenkredite und/oder Kundenanzahlungen kaum denkbar sei, können wir für die Industrie-Aktiengesellschaften nicht beweisen.

Das uns vorliegende statistische Material lässt keinen entsprechenden Schluß zu, da Aussagen für die Industrie-Aktiengesellschaften fehlen.

Die Kommentare zu den Bilanzen und Hauptversammlungen zeigen nur in wenigen Fällen bestehende Finanzierungen durch Kundenanzahlungen und/oder Lieferantenkredite.

Aber es ist keine eindeutige Tendenz erkennbar. Beide Instrumente wurden vermehrt oder vermindert zur Finanzierung eingesetzt.²⁾ Die wenigen Fälle, die uns be-

1) Vgl. S. 78 f.

2) So haben z.B. in Phasen restriktiver Notenbankpolitik Salzgitter, BASF und Babcock weniger Lieferantenkredite aufgenommen, während genau der umgekehrte Fall bei Auto-Union, BBC, Linde und Volkswagen beobachtet werden kann. Andererseits hat MG
Fortsetzung der Fußnoten auf S. 180.

kannt sind, lassen jedenfalls keine eindeutige Aussage zu.

bb) Das Verhalten bei der Außenfinanzierung mit Eigenkapital.

Im Verlauf der ersten beiden Phasen kontraktiver Notenbankpolitik haben die Industrie-Aktiengesellschaften verstärkt Kapitalerhöhungen durch Emissionen neuer Aktien vorgenommen.

Dies zeigen uns die Zahlen der Tabellen Nr. 8 und VI (Anhang).

Unterschiede im Emissionsverhalten der Industrie-Aktiengesellschaften waren aber im Verlauf der beiden Phasen gegeben.

So hat sich die Emissionsaktivität dieser Unternehmen im Verlauf der Phase 1 (1959/ 1960) ständig erhöht. Dies hat offensichtlich daran gelegen, daß sich ab 1959 das Emissionsklima am Aktienmarkt erheblich verbessert hatte. So konnten im verstärkten Umfang Emissionen zu über pari ¹⁾²⁾ durchgeführt werden.

Fortsetzung der Fußnoten von S. 179.
noch Fußnote 2:

und AEG vermehrte Kundenanzahlungen erhalten, während die entgegengesetzte Entwicklung bei VW und Linde beobachtet werden kann.

Vgl. NN, AEG-Abschreibungen finanzierten die Investitionen, a.a.O.

NN, BASF denkt an die weitere Zukunft, a.a.O.

NN, Salzgitter will seine Kapitaldecke erweitern, a.a.O.

NN, Weiterhin gute Ertragskraft des Volkswagenwerks, a.a.O.

NN, Auto Union-Verlust drückte VW-Ergebnis, a.a.O.

NN, Babcock liebt die Vielseitigkeit, a.a.O.

NN, Linde hatte es 1965 merklich schwerer, a.a.O.

NN, MG verstärkt die Investitionen, a.a.O.

NN, BBC-Kapazitäten waren 1970 weitgehend überlastet, a.a.O.

1) Vgl. WiSta, Jg.1960(Heft 11), S.655; Jg.1961(Heft 11), S.618.

2) Vgl. NN, Über-Pari Ausgabe hat sich durchgesetzt, in: Der Volkswirt, 14.Jg.(1960), Nr.6, S.222.

Im Verlauf der zweiten Phase kontraktiver Notenbankpolitik haben die Unternehmen zunächst im letzten Halbjahr 1964 und im Jahr 1965 im verstärkten Umfang Aktien emittiert. Die Aktivitäten verlangsamten sich ab schon im Verlauf des letzten Drittels des Jahres 1965. 1966 wurden dann in erheblich geringerem Volumen als 1965 und 1964 Aktien emittiert. Dies zeigen uns die Tabellen Nr.8 und VI (Anhang).

Die Ursache der sich immer verlangsamenderen Emissionsaktivitäten lag in der sich laufend weiter verschlechternden Situation des Aktienmarktes.¹⁾²⁾

So konnten schließlich nur noch Unternehmen mit entsprechend hohem Ansehen bei ihren Emissionen einigermaßen hohe Agiobeträge erwarten und erzielen.³⁾

Im Verlauf der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik (1969/1971) haben die Industrie-Aktiengesellschaften nicht so stark wie in den beiden Vorphasen Kapitalerhöhungen durch Aktienemissionen durchgeführt. Zahlenmaterial, welches die größeren Kapitalerhöhungen der Industrie-Aktiengesellschaften wiedergibt, zeigt dies sehr deutlich:

Tabelle 14 :		
Die wesentlichen Kapitalerhöhungen deutsche Industrie-Aktiengesellschaften der Jahre 1969, 1970 bis einschließlich Mai 1971.		
Jahr	Nominalwert Mio DM	Kurswert Mio DM
1969	224,38	402,31
1970	663,69	1259,45
1971	198,61	-
Quellen: Commerzbank A.G., Rund um die Börse 1969, S.17, o.O., o.J.; Rund um die Börse 1970, o.O.o.J., S. 15, Dresdner Bank A.G., Kapitalmarkt und Börse 1971, o.O., o.J., S. 28.		

1) Vgl. WiSta, Jg.1967 (Heft 11), S. 642.

2) Vgl. Klaus D. Koch, Der Kapitalmarkt 1966, in: Sparkasse, 84.Jg.(1967), Heft 4, S.59.

3) Vgl. Horst Schmitz, "Jagd auf das Geld des Anlegers", in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.213 v.7.11.1966, S.1.

Als Grund für die relativ geringe Emissionstätigkeit der Industrie-Aktiengesellschaften am Aktienmarkt sehen wir die bereits oben¹⁾ beschriebene ungünstige Kursentwicklung.²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾

Sie ließ in der Regel kaum ausreichend hohe Agiobeträge zu, wodurch diese ohnehin teure Finanzierungsform weiter an Attraktivität verlor.

Das vorliegende Ergebnis bestätigt unsere Annahmen⁶⁾ nur teilweise.

Abweichend von unseren Annahmen haben sich diese Unternehmen während des gesamten Verlaufes der Phase 1959/1960 verstärkt über diesen Markt finanziert. Dies war allerdings insofern nicht verwunderlich, als die Kursentwicklung erstmals seit der Währungsreform erhebliche Über-Pari-Emissionen zuließ.

Die restriktive Notenbankpolitik war hier insofern wirkungslos, als sie überhaupt nicht auf diesen Markt durchgeschlagen ist. Insofern waren für die Wirksamkeit nicht einmal die Grundvoraussetzungen gegeben.

Im Verlauf der zweiten Phase (1964/ 1966) haben wir dann das Verhalten, welches wir angenommen haben.

Die Industrie-Aktiengesellschaften haben zunächst noch

1) Vgl. S. 113.

2) Vgl. NN, Wenig Freude für Aktionäre, in: Die Welt, Nr. 290 v. 14.12. 1970, S. 12.

3) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, a.a.O., S. 66 f.

4) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, a.a.O., S. 65.

5) Als weiteres Motiv für die Abneigung der Finanzierung durch Aktienemissionen sieht die Deutsche Bundesbank die Möglichkeit, daß bestehende Beteiligungsverhältnisse hierdurch hätten verändert werden können. Dieses Motiv gälte vor allen Dingen für Unternehmen, die sich in festen Beteiligungsverhältnissen befänden. Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, S. 67.

6) Vgl. S. 82 f.

möglichst lange Aktienemissionen durchgeführt. Erst nachdem die Phase restriktiver Notenbankpolitik schon einen gewissen Zeitraum aktiviert war, ist von diesen Unternehmen über den Aktienmarkt weniger Kapital beschafft worden.

Im Verlauf der dritten Phase (1969/1971) haben die Industrie-Aktiengesellschaften zunächst 1969 ihre Finanzierung über den Aktienmarkt erheblich eingeschränkt.

1970 ist das Emissionsvolumen im Vergleich zu 1969 zwar wieder angestiegen. Es hat aber deutlich unter der Vergleichsgröße des Jahres 1968 gelegen. Dies zeigen uns die Zahlen der Tabellen VI (Anhang) und 14.

Das Nachfrageverhalten ist somit während der Phase 1 anders verlaufen, als wir es angenommen hatten. Allerdings hatten wir unseren Annahmen einen sinkenden Kursverlauf zugrunde gelegt. Die gegenteilige Entwicklung ist der Fall gewesen. Insofern haben die Industrie-Aktiengesellschaften bei stark steigenden Kursen vermehrt Aktien emittiert.

Für die Phase 3 ist insofern eine andere Reaktion als angenommen erkennbar, als die Emissionsaktivitäten während des Gesamtverlaufs dieser Phase deutlich unter denen der vorhergehenden Phase expansiver Politik gelegen haben.

Bei dem relativ hohen Kursniveau zu Beginn dieser restriktiven Phase wäre aber zumindest für einen Teil des Jahres 1969 eine verstärkte Finanzierung über den Aktienmarkt zu erwarten gewesen.

Nun muß allerdings diese Marktsituation mit anderen Finanzierungsmöglichkeiten verglichen werden. So war es für potente Emittenten sehr viel lohnender durch Emission von Options- oder Wandelanleihen langfristiges Kapital zu beschaffen.

Dies zeigen uns die Tabellen Nr. 9 und 10. So wurden 1969 Mio DM 457 Wandelanleihen im Inland und zusätzlich

Mio Dollar 190 Optionsanleihen emittiert.

Dagegen zeigt uns Tabelle Nr.8, daß nur zum Kurswert von Mio DM 402,31 Aktien emittiert worden sind.

Hier ist eindeutig ein Substitutionseffekt eingetreten. Diese Möglichkeit hatten wir auch in Erwägung gezogen.

Auch für das Jahr 1970 können wir eine verstärkte Finanzierung durch Begebung von Wandelanleihen feststellen.

Immerhin sind, wenn auch der Betrag niedriger als 1969 gelegen hat, für Mio DM 490 Wandelanleihen emittiert worden. Dagegen sind dann aber für Mio DM 1 259 Aktien emittiert worden.

3. Ergebnis.

Das uns vorliegende Material bestätigt zum großen Teil unsere Annahmen über die Art in der Änderung der Finanzierung in Phasen restriktiver Notenbankpolitik. Allerdings haben wir aber auch für einige Annahmen keinerlei Bestätigung für ein entsprechendes Finanzierungsverhalten gefunden.

Insgesamt ergibt sich für das Finanzierungsverhalten der deutschen Industrie-Aktiengesellschaften während der untersuchten Phasen folgendes Bild:

- (1) Die Unternehmen haben sich nicht, wie erwartet, in Phasen restriktiver Notenbankpolitik verstärkt innenfinanziert.
Lediglich die Innenfinanzierung mit langfristigem Kapital hat zugenommen. Damit wird für eine Teilaussage eine Bestätigung gefunden.
- (2) Die Innenfinanzierung mit Eigenkapital ist nicht immer vermehrt durchgeführt worden. Insofern können unsere Annahmen nur bedingt bestätigt werden.
- (3) Die Innenfinanzierung mit langfristigem Fremdkapital wurde nicht, wie angenommen, in vermehrtem Umfang durchgeführt. Das Gegenteil war der Fall.
- (4) Die Innenfinanzierung mit mittel- und kurzfristigem Fremdkapital wurde teilweise verstärkt durchgeführt. Andererseits ist aber auch die verminderte Innenfinanzierung mit kurz- und mittelfristigem Fremdkapital zu erkennen. Insofern ist hier eine eindeutige Aussage nicht möglich.

- (5) Die Außenfinanzierung mit langfristigem Fremdkapital wurde, wie angenommen, verringert. Nur im Verlauf eines Teilabschnittes einer restriktiven Phase ist ein atypisches Verhalten erkennbar. Allerdings konnte hierfür eine plausible Erklärung gefunden werden. Die Industrie-Aktiengesellschaften haben wegen der Notwendigkeit der Konsolidierung kurz- und oder mittelfristiger Kredite langfristiges Fremdkapital nachgefragt. Auch für diesen Fall hatten wir Annahmen vorgenommen, die durch das Verhalten bestätigt wurden.
- (6) Die Finanzierung mit mittel- und/oder kurzfristigen Krediten hat sich insgesamt im Verlauf aller drei Phasen so entwickelt, wie wir es erwartet haben. Insgesamt wurde die Finanzierung mit Fremdkapitalien dieser Fristigkeiten in Phasen restriktiver Notenbankpolitik erheblich ausgeweitet.
- (7) Die Nachfrage der Industrie-Aktiengesellschaften ist auf dem Rentenmarkt so verlaufen, wie wir es in unseren Hypothesen formuliert hatten. Wenn wir auch für den Verlauf der dritten Phase zeitweise eine atypische Entwicklung erkennen konnten, so beruhte diese Tatsache nur auf Grund des entsprechenden Verhaltens von Unternehmen der chemischen Industrie. Lediglich für einen kleinen Zeitraum der dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik haben auch andere Industrie-Aktiengesellschaften vermehrt langfristiges Fremdkapital über diesen Markt nachgefragt. Hier waren aber Konsolidierungsnotwendigkeiten maßgebend. Somit entsprach dieses Verhalten unseren Annahmen.

- (8) Unsere Annahmen über die Finanzierung mit langfristigem Fremdkapital auf ausländischen Anleihemärkten hat sich insgesamt bestätigt. Während der zweiten und dritten Phase haben deutsche Industrie-Aktiengesellschaften auf diesen Märkten verstärkt entsprechendes Kapital nachgefragt.

*

- (9) Über die Finanzierung langfristigen Fremdkapitals mit Hilfe von Schuldscheindarlehen können wir insgesamt keine eindeutige Aussage treffen. Dies liegt an der mangelnden Transparenz dieses Marktes.
- Zahlen, allerdings nicht nur für Industrie-Aktiengesellschaften, liegen nur für einen Teilmarkt vor. Es handelt sich dabei um den Markt der Schuldscheindarlehen, die durch Versicherungsunternehmen herausgelegt worden sind. Hier können wir nur eine Bestätigung für die vermehrte Finanzierung mit diesen Krediten für die erste Phase finden.
- Für den Verlauf der zweiten und dritten Phase restriktiver Notenbankpolitik finden wir eine rückläufige Tendenz. Diese ergab sich aber aus dem ohnehin rückläufigen Direktgeschäft der deutschen Privatversicherungswirtschaft gegenüber den Industrie-Unternehmen.

Offensichtlich haben die Industrie-Aktiengesellschaften verstärkt Schuldscheindarlehen bei den Kreditinstituten aufgenommen, was sich auch in den entsprechenden hohen langfristigen Bankkrediten niedergeschlagen hat.

- (10) Die Industrie-Aktiengesellschaften haben während der Phasen restriktiver Notenbankpolitik lang-

langfristige Bankkredite weiterhin stark nachgefragt. Der Nachfragerückgang ist während der verschiedenen Phasen nicht sehr erheblich gewesen. Er hat sich insgesamt nur in einem gewissen Rückgang der Wachstumsraten niedergeschlagen.

Auf keinen Fall aber ist der hohe Nachfragerückgang erkennbar, wie dies bei der Finanzierung mit langfristigem Fremdkapital durch Obligationenemission der Fall gewesen ist.

- (11) Die Finanzierung durch Aufnahme mittel- und/oder kurzfristiger Kredite inländischer Banken ist im Verlauf der drei Phasen kontraktiver Notenbankpolitik verstärkt erfolgt.

Hiermit wird unsere Annahme insgesamt bestätigt.

Zumindest für den Verlauf zweier Phasen kontraktiver Notenbankpolitik konnten wir feststellen, daß die Finanzierung durch die Aufnahme mittelfristiger Bankkredite laufend zugenommen hat.

Insofern haben wir für unsere Annahmen über die Finanzierung mit mittel- und kurzfristiger eine Bestätigung gefunden.

Dieses bezog sich aber nicht nur auf die Annahmen über die Auswirkungen der Verhaltensänderungen, sondern auch auf die Motivationen, die dazu geführt haben.

- (12) Unter erheblichem Vorbehalt können wir unsere Annahmen über die Finanzierung des Kapitalbedarfs durch die Aufnahme kurzfristiger Bankkredite im Ausland bestätigt sehen.

Zumindest im Verlauf der Phasen 2 und 3 haben die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften offensichtlich in verstärktem Umfang kurzfristige Bankkredite im Ausland aufgenommen.

Eine Aussage über die Finanzierung mit mittelfristigen ausländischen Bankkrediten können wir für die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften nicht vornehmen, da uns entsprechendes Zahlenmaterial nicht vorgelegen hat.

- (13) Aus dem gleichen Grund ist eine Aussage über die Finanzierung mit Lieferantenkrediten und/oder Kundenanzahlungen nicht möglich.
- (14) Soweit es den Marktverhältnissen entsprechend möglich war, haben die Industrie-Aktiengesellschaften in erheblichem Umfang ihren Kapitalbedarf durch die Emission von Aktien finanziert. Zeitweise ist hier in Phasen restriktiver Notenbankpolitik aber auch auf die Finanzierung durch Emission von Wandel- oder Optionsobligationen ausgewichen worden.
- (15) Die verstärkte oder verminderte Nachfrage auf den verschiedenen Märkten zeigt uns, daß gewisse Substitutionseffekte wirksam geworden sind.

Generell haben die deutschen Industrie-Aktiengesellschaften Kapital, welches sie unter normalen Bedingungen mit langfristigem Fremdkapital gedeckt hätten, durch Fremdkapital kürzerer Fristigkeiten finanziert. Hierauf deuten die zunehmenden Volumina der mittelfristigen Bankkredite. Soweit die Finanzierung doch durch langfristiges Fremdkapital erfolgt ist, wurden in erster Linie zur Finanzierung entsprechende Bankkredite herangezogen. Inwieweit diese Bankkredite in Form von Schuldscheindarlehen gewährt worden sind, können wir nicht klären. Es ist aber anzunehmen. Teilweise können wir auch ein Ausweichen auf Schuldscheindarlehen der Versicherungswirtschaft feststellen, wobei die allgemein rückläufige Tendenz aber spezifische Gründe hatte, die

nicht im Zusammenhang mit der restriktiven Notenbankpolitik zu sehen ist.

Die verstärkte Finanzierung des Kapitalbedarfs, der längerfristiger Natur war, durch Fremdkapital kürzerer Fristigkeiten zeigt eindeutig, daß zugunsten des Rentabilitätszieles das der Liquidität vernachlässigt worden ist.

Hierauf deutet allgemein die erhebliche Zunahme der Finanzierung mit mittel- und/oder kurzfristigen Finanzierung mit Bankkrediten.

Die verstärkte Finanzierung des Kapitalbedarfs durch kurzfristige Bankkredite aus dem Ausland zeigt uns desgleichen, daß die Finanzierung verstärkt unter der Berücksichtigung des Rentabilitätszieles verfolgt wurde, wobei das Ziel der Liquidität in vermindertem Maße verfolgt wurde.

Die zunehmende Finanzierung des Bedarfs an langfristigem Kapital durch entsprechende Anleihen auf ausländischen Anleihmärkten deutet zunächst darauf hin, daß dieser Weg aus Gründen der geringeren Kosten gewählt worden ist. Damit wäre zumindest auch hier das Ziel der Rentabilität ein gewisses Stimulanz für diese verstärkte Finanzierung gewesen. Andererseits ist dieser Finanzierungsweg sicherlich auch deswegen gewählt worden, weil im Inland Knappheit im Kapitalangebot gegeben war.

Die teilweise zunehmende Finanzierung durch Emission von Aktien wurde zeitweise offensichtlich wegen der relativ günstigen Bedingungen an diesem Markt im Verhältnis zu anderen Zeiträumen vorgenommen. Zusätzlich konnten die Industrie-Aktiengesellschaften aber offensichtlich die ungünstigen Bedingungen an den Anleihemärkten unterlaufen. Außerdem konnten sie die Grundlagen für eine bessere Kreditfähigkeit für die Zukunft legen. Vgl. dazu Tabelle 8, S. 153 f.

Wir teilen nicht ganz die Meinung Glöggler's, der der Ansicht ist, daß die verstärkten Aktienemissionen in erster Linie auf die Bestrebungen der Kreditinstitute zurückzuführen seien.¹⁾ Allerdings kann diese Komponente nicht ganz unberücksichtigt bleiben.

Immerhin war den Industrie-Aktiengesellschaften durch die verstärkte Emission von Aktien die Möglichkeit gegeben, über diesen Markt die notwendigen Mittel zum Teil zu beschaffen.

Insgesamt zeigt sich aber für den Verlauf aller drei Phasen restriktiver Notenbankpolitik, daß die Finanzierung durch Kreditaufnahme bei den inländischen Kreditinstituten vermehrt erfolgt ist. Damit haben die Unternehmensleitungen aber zumindest zum Teil die Ansprüche aus dem Ziel der Unabhängigkeit herabgesetzt. Dies erfolgte dann sicherlich zunächst im Hinblick auf das Ziel der Rentabilität. Möglicherweise wurde aber im Verlauf einer restriktiven Phase das Anspruchsniveau an das Unabhängigkeitsziel im Hinblick auf das Liquiditätsziel gesenkt. Dies dürfte dann erfolgt sein, wenn sich die Angebotssituation auf dem Markt verschlechterte.

- (16) Insgesamt ist also eine Veränderung des Finanzierungsverhaltens der Industrie-Aktiengesellschaften in Phasen restriktiver Notenbankpolitik feststellbar. Diese Aussage bezieht sich aber nur auf das Verhalten im Hinblick auf die Art der Finanzierung.

1) Axel Glöggler sieht dies Problem im Zusammenhang mit Industrie-Obligationen. Er meint, daß die Kreditinstitute die Unternehmen veranlassen würden, Aktien zu emittieren, da diese bei den alten Aktionären leichter untergebracht werden könnten als Obligationen auf dem Markt bei dem allgemeinen Publikum.

Dieser Ansicht kann zum Teil gefolgt werden, aber es muß zunächst berücksichtigt werden, daß ja auch Kommunalobligationen untergebracht werden können. Wir meinen, daß zunächst im Beginn einer Restriktionsphase Aktien wegen der möglichen Gewinnchancen besser plazierte werden können.

Vgl. Axel Glöggler, Die Liquiditätstheorie..., a.a.O., S.233.

Soweit die Ursache darin besteht, daß die Unternehmen ihr Marktverhalten im Hinblick auf die Verfolgung des Rentabilitätszieles unter gleichzeitiger Vernachlässigung anderer Ziele verändert haben, war eine Zinsempfindlichkeit gegeben.

Dies wollen wir als Regelfall annehmen.

Allerdings können, wenn auch in seltenen Fällen, andere Gründe für eine Verhaltensänderung maßgebend gewesen sein.

Hier waren die Unternehmen offensichtlich in erster Linie bestrebt, das Ziel der Liquidität im Rahmen ihrer Finanzierungsaktivitäten zu verfolgen.

- (17) Wesentlich ist aber, daß dem veränderten Finanzierungsverhalten immer ein Prozeß innerhalb des jeweiligen Unternehmens vorgeschaltet gewesen sein muß.

Es handelt sich hierbei um den Prozeß der Zielformulierung.

Die Unternehmen müssen jeweils in Reaktion auf die restriktiven notenbankpolitischen Maßnahmen ihr Zielsystem neu formuliert haben.

In Ableitung hiervon sind dann die Anspruchsvoraussetzungen an das zu beschaffende Kapital entsprechend verändert worden.

Dieses hat dann schließlich zu dem veränderten Finanzierungsverhalten geführt.

c) Zusammenfassung.

Ohne, daß die Ergebnisse unserer Untersuchung nochmals en detail kommentiert werden, können wir zwei Hauptergebnisse festhalten:

1. Die Deutschen Industrie-Aktiengesellschaften haben ihre quantitative Finanzierung nicht in Phasen restriktiver Notenbankpolitik eingeschränkt. Dies bedeutet aber nicht, daß die Zinsempfindlichkeit nicht gegeben war, da
2. in Reaktion auf die kontraktive Notenbankpolitik die Anspruchsvoraussetzungen an das zu finanzierende Kapital verändert worden sind. Dies erfolgte in erster Linie unter Berücksichtigung des Rentabilitätszieles, zu dessen Gunsten in der Regel die anderen Ziele in gewissen Grenzen vernachlässigt worden sind.
Zeitweise sind aber scheinbar auch andere Zielsetzungen verstärkt verfolgt worden, wobei das Rentabilitätsziel vernachlässigt worden ist. Dies waren aber offensichtlich Sonderfälle.

Die übrigen Ergebnisse ergeben sich aus dem 2. Hauptergebnis, wobei hier eine erneute Aufzählung nicht erfolgen soll.

Die oben vorgetragenen Hypothesen sind zum Teil bestätigt worden. In einigen Punkten konnten wir keine Übereinstimmung der Prüfungsergebnisse mit den Annahmen erzielen.

Da wir unter den Bedingungen der offenen Volkswirtschaft, freien Konvertibilität und festen Wechselkurse für die Bundesrepublik Deutschland nur für drei Phasen eine Aussage vornehmen konnten, können die Ergebnisse durchaus zum Teil zufällig sein.

Insofern muß ein Widerspruch von einigen Ergebnissen im Hinblick auf die Annahmen nicht unbedingt gegen die Annahmen sprechen.

Es wäre später einmal notwendig eine erneute Prüfung der Annahmen unter gleichen äußeren Bedingungen vorzunehmen.

A n h a n g

Tabelle I

Renditen festverzinslicher Wertpapiere

Jahr/ Monat	im Umlauf befindliche Wertpapiere		
	Pfandbriefe	Kommunal- obligationen	Industrie- obligationen
1959 März	5,8	5,8	5,8
Juni	5,8	5,8	5,9
Sept	5,8	5,8	5,8
Dez	5,9	6,0	6,2
1960 März	6,2	6,2	6,1
Juni	6,3	6,4	6,5
Sept	6,4	6,5	6,3
Dez	6,2	6,4	6,1
1961 März	6,1	6,1	5,8
Juni	5,8	5,8	5,6
Sept	6,0	6,0	6,3
Dez	6,0	6,0	6,2
1962 März	5,9	6,0	5,7
Juni	6,0	6,0	6,1
Sept	6,1	6,1	6,1
Dez	6,2	6,2	6,3
1963 März	6,1	6,1	6,0
Juni	6,1	6,2	6,1
Sept	6,2	6,2	6,0
Dez	6,1	6,2	6,0
1964 März	6,0	6,1	6,0
Juni	6,2	6,2	6,4
Sept	6,2	6,3	6,3
Dez	6,3	6,3	6,3
1965 März	6,4	6,4	6,5
Juni	6,7	6,7	7,0
Sept	7,0	7,0	7,3
Dez	7,2	7,2	7,6
1966 März	7,4	7,2	7,6
Juni	7,7	7,7	8,2
Sept	8,0	8,0	8,2
Dez	7,5	7,6	7,8
1967 März	7,1	7,2	7,4
Juni	6,8	6,9	7,1
Sept	7,0	7,0	7,0
Dez	7,1	7,1	7,1
1968 März	7,1	7,1	6,9
Juni	6,8	6,9	6,7
Sept	6,6	6,7	6,5
Dez	6,7	6,7	6,5
1969 März	6,7	6,7	6,7
Juni	7,0	7,0	7,0
Sept	7,3	7,2	7,3
Dez	7,3	7,3	7,8
1970 März	7,8	7,8	8,2
Juni	8,5	8,5	9,0
Sept	8,4	8,4	8,6
Dez	8,3	8,3	8,4
1971 März	8,0	8,0	8,0
Juni	8,4	8,3	8,3

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, div. Jahrgänge 1959-1971, Stat.Teil, Kapitalmarkt.

noch Tabelle I

Renditen festverzinslicher Wertpapiere

Jahr/ Monat	im Monat der Auflegung abgesetzte Wertpapiere		
	Pfandbriefe	Kommunal- obligationen	Industrie- obligationen
1959 März	5,3	5,2	-
Juni	5,3	5,3	5,2
Sept	5,5	5,6	-
Dez	6,1	5,9	5,9
1960 März	6,3	6,4	-
Juni	6,7	6,7	-
Sept	6,6	6,7	-
Dez	6,2	6,2	-
1961 März	5,8	6,0	5,9
Juni	5,4	5,7	5,3
Sept	6,1	6,0	-
Dez	6,0	6,1	6,1
1962 März	5,8	5,8	6,1
Juni	6,0	6,0	6,0
Sept	6,1	6,2	6,1
Dez	6,2	6,2	-
1963 März	6,1	6,1	6,1
Juni	6,1	6,1	-
Sept	6,1	6,1	-
Dez	6,1	6,1	6,1
1964 März	6,1	6,0	-
Juni	6,2	6,2	-
Sept	6,2	6,3	-
Dez	6,2	6,2	-
1965 März	6,4	6,4	6,4
Juni	6,9	7,0	-
Sept	7,4	7,4	-
Dez	7,7	7,7	-
1966 März	7,7	7,7	-
Juni	8,0	8,0	-
Sept	8,3	8,6	-
Dez	7,4	7,6	-
1967 März	7,3	7,4	-
Juni	6,7	6,7	6,7
Sept	6,8	6,7	6,8
Dez	6,9	6,8	-
1968 März	6,9	6,7	-
Juni	6,5	6,3	-
Sept	6,5	6,3	-
Dez	6,5	6,3	6,4
1969 März	6,5	6,2	-
Juni	6,8	6,7	-
Sept	7,0	7,1	-
Dez	7,0	7,3	-
1970 März	8,0	8,2	-
Juni	8,3	8,4	-
Sept	8,1	8,2	-
Dez	8,2	8,2	-
1971 März	7,7	7,7	7,8
Juni	8,2	8,1	-

Tabelle II

Durchschnittskurse und Durchschnittsrenditen
deutscher Aktien.

Jahr/ Monat	Kurs	Rendite	Jahr/ Monat	Kurs	Rendite
1959			1966		
März	304	3,22	März	348	3,87
Juni	393	2,66	Juni	295	4,45
Sept	450	2,33	Sept	297	4,48
Dez	485	2,19	Dez	279	4,76
1960			1967		
März	479	2,27	März	300	4,29
Juni	624	1,86	Juni	283	4,55
Sept	645	1,80	Sept	339	3,82
Dez	602	1,96	Dez	372	3,50
1961			1968		
März	577	2,11	März	395	3,29
Juni	601	2,19	Juni	426	2,92
Sept	500	2,63	Sept	419	2,98
Dez	529	2,49	Dez	418	3,00
1962			1969		
März	504	2,65	März	437	2,95
Juni	384	3,49	Juni	447	3,04
Sept	360	3,79	Sept	450	3,02
Dez	397	3,44	Dez	480	2,87
1963			1970		
März	374	3,63	März	446	3,15
Juni	414	3,26	Juni	373	3,94
Sept	437	3,08	Sept	383	4,08
Dez	425	3,16	Dez	359	4,39
1964			1971		
März	471	2,31	März	419	3,81
Juni	437	3,03	Juni	396	3,99
Sept	451	2,93			
Dez	430	3,08			
1965					
März	402	3,28			
Juni	363	3,71			
Sept	364	3,69			
Dez	338	3,98			

Quellen: Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik-
Statistische Monatszahlen Jg. 1959, Heft 12, S.700; Jg. 1961,
Heft 12, S.755; Jg. 1962, Heft 12, S.740; Jg. 1963, Heft 12, S.758; Jg.
1964, Heft 12, S.773; Jg. 1965, Heft 12, S.854; Jg. 1966, Heft 12,
S.854; Jg. 1967, Heft 12, S.870; Jg. 1968, Heft 1, S.40 u. Heft 11,
S.669.

Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monats-
berichten, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Nr.12 (Dezember)
1971, S.16.

Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1958		1959	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	933,9	21,43	1911,0	42,36
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	95,3	2,19	541,1	11,99
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	489,1	11,22	396,2	8,79
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	349,5	8,02	973,7	21,58
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	3425,7	78,57	2600,8	57,64
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	672,4	15,42	1283,9	28,46
2 Langfristige Kredite	2028,6	46,53	914,2	20,25
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	724,7	16,62	402,7	8,93
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	4359,6	100,00	4511,8	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1248		1203	

Quellen: Wirtschaft und Statistik, Jg. 1958 (Heft 11),
611 f.; Jg. 1959 (Heft 11), S.602 f.; Jg. 1960 (Heft
11), S. 654 f.; Jg. 1961 (Heft 11), S.617 f.; Jg. 1962
(Heft 11), S.641 f.; Jg. 1963 (Heft 12), S.760 f.; Jg.
1964 (Heft 11), S. 666 f.; Jg.1965 (Heft 11),S. 738 f.;
Jg. 1966 (Heft 12), S. 777; Jg. 1967 (Heft 11), S. 642f.
Fortsetzung der Fußnote auf S.XVIII.

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1960		1961	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	2621,2	32,48	1756,1	19,82
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	769,0	9,53	767,2	8,70
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	617,1	7,65	536,5	6,09
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	1235,1	15,30	452,4	5,13
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	5449,8	67,52	7057,1	80,08
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	2579,8	31,96	2180,3	24,74
2 Langfristige Kredite	423,0	5,24	1661,2	18,85
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	2447,0	30,32	3215,6	36,49
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	8071,0	100,00	8813,2	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1201		1171	

Fortsetzung der Fußnote von S. XVII

Jg. 1969 (Heft 1); S. 28 f.; Jg. 1970 (Heft 11), S. 560 f.;
Jg. 1971 (Heft 11), S. 691 f.; Jg. 1972 (Heft 12), S. 691 f.

-Eigene Berechnungen. Abweichungen durch Runden der Zahlen.-

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1962		1963	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	1334,3	15,70	*2021,6	31,42
1 Innenfinanzierung mit EK (Rücklagen + Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	747,7	8,80	901,7	14,01
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	585,8	6,89	702,4	10,92
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	0,8	0,01	417,5	6,49
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	7161,9	84,30	4411,7	68,58
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	1870,0	22,01	1061,6	16,51
2 Langfristige Kredite	2999,9	35,31	3247,0	50,47
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	2292,0	26,98	103,1	1,60
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	8496,2	100,00	6433,3	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1125		1124	

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1964		1965	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	2545,2	30,27	3460,8	27,65
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	869,0	10,33	1943,5	15,43
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	942,9	11,22	1015,2	8,11
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	733,3	8,72	502,1	4,01
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	5863,6	69,73	9056,0	72,35
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	2256,6	26,84	2703,8	21,60
2 Langfristige Kredite	1986,3	23,62	2405,2	19,22
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	1620,7	19,27	3947,0	31,53
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	8408,8	100,00	12516,8	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1108		1150	

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1966		1967	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	2670,4	29,34	2373,3	31,60
1 Innenfinanzierung mit EK (Rücklagen + Gewinn- vortrag ./. Agio ./. Ver- lustvortrag)	1647,1	18,10	1416,6	18,86
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	989,8	10,87	822,3	10,95
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	33,5	0,37	134,2	1,79
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	6432,2	70,66	5138,3	68,40
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	2240,6	24,61	1246,6	16,60
2 Langfristige Kredite	1712,9	18,82	2459,8	32,74
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	2478,7	27,23	1431,9	19,06
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	9102,6	100,00	7511,6	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1043		1064	

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1968		1969	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	4583,5	44,88	4090,9	25,15
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	1937,3	18,97	2010,5	12,36
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	805,5	7,89	1013,0	6,23
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	1840,7	18,02	1067,4	6,56
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	5628,2	55,12	12172,9	74,85
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	2375,7	23,26	2297,7	14,13
2 Langfristige Kredite	1455,6	14,26	1753,9	10,78
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	1796,9	17,60	8121,3	49,94
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	10211,7	100,00	16263,8	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	885		909	

noch Tabelle III

Die Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1970		1971	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2 + A_3$)	4435,4	19,80	4012,60	22,23
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	1344,4	6,00	988,20	5,47
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozi- alverbindlichkeiten	1611,4	7,19	1550,50	8,59
3 Mittel- und kurzfristige Rückstellungen	1479,6	6,61	1473,90	8,17
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2 + B_3$)	17967,9	80,20	14041,50	77,77
1 Außenfinanzierung mit EK (Kapitalerhöhungen + Agio)	2749,2	12,27	3290,20	18,22
2 Langfristige Kredite	4293,8	19,17	7291,50	40,39
3 Mittel- und kurz- fristige Kredite	10924,9	48,76	3459,80	19,16
C Gesamte Finanzierung (Summe A + B)	22403,3	100,00	18054,10	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	895		850	

Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1958		1959	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2$)	584,4	17,77	937,3	29,89
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	95,3	2,90	541,1	17,25
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	489,1	14,87	396,2	12,64
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2$)	2701,0	82,23	2198,1	70,11
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2701,0	20,48	1283,9	40,96
2 Langfristige Kredite	2028,6	61,75	914,2	29,15
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	3285,4	100,00	3135,4	29,15
D Zahl der erfassten Bilanzen	1248		1203	

Quellen: Wirtschaft und Statistik, Jg. 1958 (Heft 11), S.612;
Jg. 1959 (Heft 11), S. 603; Jg. 1960 (Heft 11), S.655; Jg.
1961 (Heft 11), S. 618; Jg. 1962 (Heft 11), S. 642; Jg.1963
(Heft 12), S. 761; Jg. 1964 (Heft 11), S.667; Jg. 1965 (Heft
11), S. 739; Jg. 1966 (Heft 12), S. 778; Jg. 1969 (Heft 1),
Fortsetzung der Fußnote auf S.XXV.

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1960		1961	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe A ₁ +A ₂)	1386,1	31,58	1303,7	25,34
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	769,0	17,52	767,2	14,91
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	617,1	14,06	536,5	10,43
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe B ₁ +B ₂)	3002,8	68,42	3841,5	74,66
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2579,8	58,78	2180,3	42,37
2 Langfristige Kredite	423,0	9,64	1661,2	32,29
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	4388,9	100,00	5145,2	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1201		1171	

Fortsetzung der Fußnote von S.XXIV

S. 29; Jg. 1970 (Heft 11), S. 692: Jg. 1972 (Heft 12), S.691.

-Eigene Berechnungen. Abweichungen durch Runden der Zahlen.-

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1962		1963	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2$)	1333,5	21,49	1604,1	27,13
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./..Agio ./..Ver- lustvortrag)	747,7	12,05	901,7	15,25
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	585,8	9,44	702,4	11,88
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2$)	4869,9	78,51	4308,6	72,87
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	1870,0	30,14	1061,6	17,96
2 Langfristige Kredite	2999,9	48,37	3247,0	54,91
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	6203,4	100,00	5912,7	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1125		1124	

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1964		1965	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe A ₁ +A ₂)	1811,9	29,92	2958,7	36,67
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	869,0	14,35	1943,5	24,09
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	942,9	15,57	1015,2	12,58
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe B ₁ +B ₂)	4242,9	70,08	5109,0	63,33
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2256,6	37,28	2703,8	33,51
2 Langfristige Kredite	1986,3	32,80	2405,2	29,82
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	6054,8	100,00	8067,7	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1108		1150	

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1966		1967	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2$)	2636,9	40,01	2239,1	37,55
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	1647,1	24,99	1416,8	23,76
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	989,8	15,02	822,3	13,79
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2$)	3953,5	59,99	3724,4	62,45
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2240,6	34,00	1264,6	21,20
2 Langfristige Kredite	1712,9	25,99	2459,8	41,25
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	6590,4	100,00	5963,5	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	1043		1064	

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1968		1969	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe A ₁ +A ₂)	2742,8	41,70	3023,5	42,74
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen +Gewinn- vortrag ./Agio ./Ver- lustvortrag)	1937,3	29,45	2010,5	28,41
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	805,5	12,25	1013,0	14,33
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe B ₁ +B ₂)	3831,3	58,30	4051,6	57,26
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2375,7	36,40	2297,7	32,47
2 Langfristige Kredite	1455,6	21,90	1753,9	24,79
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	6574,1	100,00	7075,1	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	885		909	

noch Tabelle IV

Die langfristige Finanzierung bei Aktiengesellschaften
der deutschen Industrie 1958 - 1971

Position	1970		1971	
	Mio DM	%	Mio DM	%
A Gesamt-Innenfinanzierung (Summe $A_1 + A_2$)	2955,8	29,57	2538,7	19,35
1 Innenfinanzierung mit EK(Rücklagen + Gewinn- vortrag ./..Agio ./..Ver- lustvortrag)	1344,4	13,44	988,2	7,53
2 Langfristige Rück- stellungen und Sozial- verbindlichkeiten	1611,4	16,13	1550,5	11,82
B Gesamt-Außenfinanzierung (Summe $B_1 + B_2$)	7043,0	70,43	10581,7	80,65
1 Außenfinanzierung mit EK(Kapitalerhöhungen +Agio)	2749,2	27,49	3290,2	25,08
2 Langfristige Kredite	4293,8	42,94	7291,5	55,57
C Gesamte langfristige Finanzierung (Summe A + B)	9998,8	100,00	13120,4	100,0
D Zahl der erfassten Bilanzen	895		850	

Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1958		1959 ²⁾	
	Nomi- nalwert	Kurs-1) wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden	391,00	386,32	260,00	255,06
Eisen- u. Metallherzeugung u. -verarbeitung	217,50	214,89	100,00	98,10
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	317,00	313,20	288,90	283,41
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-, Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	125,60	124,09	50,00	49,05
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u. Gummi- industrie, Kunststoffe	464,50	458,93	171,00	167,75
Sonstige verarbeitende Gewerbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Pa- pier, Leder, Textil, Be- kleidung)	42,60	42,09	-	-
Insgesamt	1558,20	1539,51	869,90	853,37

1) Die Errechnung der jeweiligen Kurswerte erfolgte durch Gewichtung mit den jeweiligen durchschnittlichen Emissionskursen für die jeweiligen Jahre, wie durch die Deutsche Bundesbank angegeben. Durchschnittlicher Emissionskurs i. v. H.:
1958: 98,8; 1959: 98,1; 1960: 96,9; 1961: 98,7; 1962: 99,6;
1963: 99,3; 1964: 99,4; 1965: 98,7; 1966: 99,1; 1967: 99,0;
1968: 98,5; 1969: 100,0; 1970: 100,0.

2) Einschließlich Saarland 1948-1959. Frankenbeträge umgerechnet
im Verhältnis 100 Franken = 0,8507 DM.
Fortsetzung der Fußnoten auf S. XXXII.

noch Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1960		1961	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau,Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u.Erden	10,00	9,69	-	-
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	-	-	-	-
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	13,70	13,27	115,00	113,50
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-,Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	-	-	150,00	148,05
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u.Gummi- industrie, Kunststoffe	-	-	-	-
Sonstige verarbeitende Gewerbe(Feinkeramik, Glas,Sägerei,Holz,Pa- pier, Leder, Textil,Be- kleidung)	-	-	0,90	0,88
Insgesamt	23,70	22,96	265,90	262,43

Fortsetzung der Fußnoten von S. XXXI.

Quellen: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr.1(Jan.)
1958, Stat.Teil, S.98; Nr.6 (Juni) 1960, Stat.Teil, S.100/101;
Nr.3 (März) 1963, Stat.Teil, S. 70/71; Nr.11 (Nov.), Stat.Teil,
S. 74/75; Nr.4 (April) 1968, Stat.Teil, S.91.

Deutsche Bundesbank: unveröffentlichtes Material für die Jahre
1966 - 1969.

Dresdner Bank A.G., Kapitalmarkt und Börse 1970,o.O.,o.J., S.171.

Eigene Berechnungen.Abweichungen durch Runden der Zahlen.

noch Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1962		1963	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau,Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u.Erden	165,00	164,34	215,00	213,49
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	295,00	293,82	305,00	302,86
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	235,10	234,16	520,00	516,36
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-,Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	135,00	134,46	50,00	49,65
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u.Gummi- industrie, Kunststoffe	185,00	184,26	455,00	451,81
Sonstige verarbeitende Gewerbe(Feinkeramik, Glas,Sägerei,Holz,Pa- pier, Leder, Textil,Be- kleidung)	36,00	35,86	-	-
Insgesamt	1051,10	1046,90	1545,00	1537,17

noch Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1964		1965	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau,Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u.Erden	180,00	178,92	100,00	98,70
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	110,00	109,34	-	-
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	65,00	64,61	200,00	197,40
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-,Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	207,50	206,25	-	-
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u.Gummi- industrie, Kunststoffe	399,20	396,80	285,80	282,08
Sonstige verarbeitende Gewerbe(Feinkeramik, Glas,Sägerei,Holz,Pa- pier, Leder, Textil,Be- kleidung)	12,00	11,92	-	-
Insgesamt	973,70	967,84	585,80	578,18

noch Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1966		1967	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau,Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u.Erden	-	-	-	-
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	4,10	4,06	80,00	79,20
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	60,00	59,46	141,00	139,59
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-,Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	76,80	76,11	270,00	267,30
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u.Gummi- industrie, Kunststoffe	90,80	89,98	476,20	471,44
Sonstige verarbeitende Gewerbe(Feinkeramik, Glas,Sägerei,Holz,Pa- pier, Leder, Textil,Be- kleidung)	-	-	-	-
Insgesamt	231,70	229,61	967,20	957,53

noch Tabelle V

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1968		1969	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden	100,00	98,50	-	-
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	-	-	-	-
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	-	-	-	-
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-, Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	25,00	24,62	10,00	10,00
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u. Gummi- industrie, Kunststoffe	125,00	123,12	457,00	457,00
Sonstige verarbeitende Gewerbe (Feinkeramik, Gläs, Sägerei, Holz, Pa- pier, Leder, Textil, Be- kleidung)	-	-	-	-
Insgesamt	250,00	246,24	467,00	467,00

noch Tabelle

Der Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen aufgeteilt
nach Wirtschaftsgruppen(1958 - 1970)
in Mio DM

	1970			
Wirtschaftsgruppen der Emittenten	Nomi- nalwert	Kurs- wert		
Bergbau,Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u.Erden	-	-		
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	-	-		
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	-	-		
Stahl- u. Eisenbau, Ma- schinen-,Fahrzeug- u. Schiffsbau, Eisen- u. Blechwarengewerbe, Fein- mechanik, Optik u. Elek- trotechnik	-	-		
Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung, Kohlenwertstoff- u.Gummi- industrie, Kunststoffe	640,00	640,00		
Sonstige verarbeitende Gewerbe(Feinkeramik, Glas,Sägerei,Holz,Pa- pier, Leder, Textil,Be- kleidung)	-	-		
Insgesamt	640,00	640,00		

Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1958		1959	
	Nomi- nalwert	Kurs- ¹⁾ wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	53,60	57,14	96,40	129,08
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	82,8	88,26	178,70	239,93
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	83,60	89,12	127,20	170,32
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	127,50	135,91	141,90	190,00
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Kohlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	318,10	339,09	435,20	582,73
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	17,40	18,58	29,00	38,83
Insgesamt	683,00	728,10	1008,40	1350,89

1) Die Errechnung der jeweiligen Kurswerte erfolgte durch Ge-
wichtung mit entsprechenden durchschnittlichen Emissions-
kursen für die jeweiligen Jahre, wie durch die Deutsche
Bundesbank angegeben. Durchschnittlicher Emissionskurs i. v. H.:
1958: 106,6; 1959: 133,9; 1960: 146,4; 1961: 150,3; 1962: 145,7;
1963: 129,9; 1964: 139,4; 1965: 149,6; 1966: 132,5; 1967: 136,5;
1968: 173,2.

Fortsetzung der Fußnoten auf S. IXL.

noch Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1960 ²⁾		1961	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	*Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	105,60	154,81	168,50	253,25
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	413,30	605,90	192,40	289,18
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	213,60	313,14	327,00	491,48
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	400,50	587,13	385,40	579,26
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Kohlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	330,80	484,95	569,90	856,56
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	66,60	97,63	66,70	100,25
Insgesamt	1530,40	2243,56	1709,90	2569,98

Fortsetzung der Fußnoten von S. XXXVIII.

2) Einschließlich Saarland v. 1948 - 1959; Frankenbeträge im
Verhältnis 100 Franken = 0,85 DM umgerechnet.

Quellen: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Nr.1 (Jan.)
1958, Stat. Teil, S. 98; Nr.6 (Juni) 1960, Stat. Teil, S. 100/101;
Nr.3 (März) 1963, Stat. Teil, S. 70/71; Nr.11 (Nov.) 1966, Stat.
Teil, S. 74/75; Nr.3 (März) 1967, Stat. Teil, S. 60/61; Nr.4 (April)
1968, Stat. Teil, S. 91.
Fortsetzung der Fußnoten auf S. XL.

noch Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)

in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1962		1963	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	15,10	22,00	9,4	12,21
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	48,90	71,24	9,6	12,47
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	118,50	172,65	242,50	315,82
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	416,20	606,40	284,70	369,82
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Kohlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	429,00	625,05	123,80	160,82
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	47,10	68,63	39,00	50,66
Insgesamt	1074,80	1565,97	709,00	920,98

Fortsetzung der Fußnoten von S.IXL.

Deutsche Bundesbank: unveröffentlichtes Material für die
Jahre 1967 und 1968.

Eigene Berechnungen. Abweichungen durch Runden der Zahlen.

noch Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1964		1965	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	# Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	80,60	112,36	507,70	759,52
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	115,00	160,31	78,20	116,99
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	266,50	371,50	378,20	565,79
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	228,6	318,67	432,10	646,42
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Kohlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	420,50	586,18	711,50	1064,40
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	107,40	149,71	74,50	111,45
Insgesamt	1218,60	1698,73	2182,20	3264,57

noch Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)
in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1966		1967	
	Nomi- nalwert	Kurs- wert	Nomi- nalwert	Kurs- wert
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	25,1	33,26	12,70	17,33
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	230,50	305,41	3,20	4,36
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	312,50	414,06	135,80	185,37
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	214,30	283,95	246,40	336,33
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Köhlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	393,40	521,25	600,10	819,14
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	97,90	129,72	58,40	79,71
Insgesamt	1273,70	1687,65	1056,60	1442,24

noch Tabelle VI

Der Brutto-Absatz von Aktien aufgeteilt nach
Wirtschaftsgruppen (1958-1968)

in Mio DM

Wirtschaftsgruppen der Emittenten	1968			
	Nomi- nalwert	Kurs- wert		
Bergbau, Gewinnung u. Verarbeitung von Steinen u. Erden.	85,50	148,09		
Eisen- u. Metallerzeugung u. -verarbeitung	75,00	129,90		
Energiewirtschaft u. Versorgungsbetriebe	222,10	384,94		
Stahl- u. Eisenbau, Maschi- nen-, Fahrzeug- u. Schiffs- bau, Eisen- u. Blechwaren- gewerbe, Feinmechanik, Optik u. Elektrotechnik	344,00	595,80		
Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung, Kohlenwert- stoff- u. Gummiindustrie, Kunststoffe	528,40	915,19		
Sonstige verarbeitende Ge- werbe (Feinkeramik, Glas, Sägerei, Holz, Papier, Leder, Textil, Bekleidung)	30,60	52,99		
Insgesamt	1285,60	2226,91		

Tabelle VII

Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen der deutschen Industrie in Mio DM und deren Veränderungsrate i.v.H. zum Vorquartal 1958 - 1968.

(a) Kredite insgesamt

Stand am Jahres- bzw.Quartals- ende		Mio DM	Veränderung i.v.H.
1958	März	24365	
	Juni	24711	+ 1,42
	Sept.	24891	+ 0,72
	Dez.	25316	+ 1,70
1959	März	25297	- 0,08
	Juni	25995	+ 2,75
	Sept.	26858	+ 3,32
	Dez.	27554	+ 2,59
1960	März	27783	+ 0,83
	Juni	28814	+ 3,71
	Sept.	29401	+ 2,04
	Dez.	30674	+ 4,32
1961	März	32403	+ 5,63
	Juni	34387	+ 6,12
	Sept.	35660	+ 3,70
	Dez.	36989	+ 3,72
1962	März	38025	+ 2,80
	Juni	39710	+ 4,43
	Sept.	40713	+ 2,52
	Dez.	41941	+ 3,03
1963	März	43223	+ 3,04
	Juni	45367	+ 4,69
	Sept.	45463	+ 0,21
	Dez.	46518	+ 2,32
1964	März	47542	+ 2,20
	Juni	48659	+ 2,34
	Sept.	49540	+ 1,81
	Dez.	50865	+ 2,67
1965	März	52510	+ 3,23
	Juni	55340	+ 5,39
	Sept.	56874	+ 2,77
	Dez.	57952	+ 1,89
1966	März.	60017	+ 3,56
	Juni	62914	+ 4,82
	Sept.	64034	+ 1,78
	Dez.	64634	+ 0,93
1967	März	63905	- 1,13
	Juni	65297	+ 2,18
	Sept.	65494	+ 0,30
	Dez.	67452	+ 2,99
1968	März	67087	- 0,55
	Juni	69728	+ 3,93
	Sept.	71363	+ 2,34

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Nr.4 (April) 1971, Stat. Teil, S. 35; Nr. 12 (Dez.) 1971, S. 35-eigene Berechnungen

noch Tabelle VII

Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen
der deutschen Industrie in Mio DM und deren Verän-
derungsraten i.v.H. zum Vorquartal 1958 - 1968.

(b) kurzfristige Kredite

Stand am Jahres- bzw. Quartals- ende	Mio DM	Veränderung i.v.H.
1958 März	13714	■
Juni	13785	+ 0,51
Sept.	13464	- 2,33
Dez.	13781	+ 2,35
1959 März	13495	- 2,08
Juni	13530	+ 0,25
Sept.	13599	+ 0,50
Dez.	13882	+ 2,08
1960 März	13999	+ 0,84
Juni	14695	+ 4,97
Sept.	15280	+ 3,98
Dez.	16354	+ 7,02
1961 März	17473	+ 6,84
Juni	18815	+ 7,68
Sept.	19265	+ 2,39
Dez.	19787	+ 2,70
1962 März	20054	+ 1,34
Juni	21020	+ 4,81
Sept.	21011	- 0,05
Dez.	21052	+ 0,90
1963 März	21440	+ 1,84
Juni	22782	+ 6,25
Sept.	22202	- 2,55
Dez.	22555	+ 1,58
1964 März	23449	+ 3,96
Juni	23864	+ 1,76
Sept.	23771	- 0,59
Dez.	24536	+ 3,21
1965 März	25521	+ 4,01
Juni	27535	+ 7,89
Sept.	27768	+ 0,84
Dez.	28395	+ 2,25
1966 März	29297	+ 3,17
Juni	31236	+ 6,61
Sept.	31331	+ 0,30
Dez.	31579	+ 0,79
1967 März	30598	- 3,11
Juni	31764	+ 3,81
Sept.	31747	- 0,06
Dez.	32344	+ 1,88
1968 März	31296	- 3,25
Juni	32856	+ 4,98
Sept.	33206	+ 1,06

noch Tabelle VII

Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen der deutschen Industrie in Mio DM und deren Veränderungs-raten i.v.H. zum Vorquartal 1958 - 1968.

(c) mittel- und langfristige Kredite

Stand am Jahres- bzw.Quartals- ende	Mio DM	Veränderung i.v.H.
1958 März	10651	
Juni	10926	+ 2,58
Sept.	11427	+ 4,58
Dez.	11535	+ 0,94
1959 März	11802	+ 2,31
Juni	12465	+ 5,55
Sept.	13259	+ 6,36
Dez.	13672	+ 3,11
1960 März	13784	+ 0,81
Juni	14119	+ 2,43
Sept.	14121	+ 0,01
Dez.	14320	+ 1,40
1961 März	14930	+ 4,25
Juni	15572	+ 4,30
Sept.	16395	+ 5,28
Dez.	17202	+ 4,92
1962 März	17771	+ 3,30
Juni	18690	+ 5,17
Sept.	19207	+ 5,41
Dez.	20897	+ 6,06
1963 März	21783	+ 4,23
Juni	22585	+ 3,68
Sept.	23261	+ 2,99
Dez.	23963	+ 3,01
1964 März	24093	+ 0,54
Juni	24795	+ 2,76
Sept.	25796	+ 4,07
Dez.	26329	+ 2,17
1965 März	26989	+ 2,50
Juni	27805	+ 3,02
Sept.	29106	+ 4,67
Dez.	29557	+ 1,54
1966 März.	30720	+ 3,93
Juni	31678	+ 3,11
Sept.	32703	+ 3,23
Dez.	33055	+ 1,07
1967 März	33307	+ 0,76
Juni	33533	+ 0,67
Sept.	33747	+ 0,63
Dez.	35108	+ 4,03
1968 März	35791	+ 1,94
Juni	36872	+ 3,02
Sept.	38157	+ 3,48

Tabelle VIII

Kredite der deutschen Bankwirtschaft an Unternehmen der deutschen Industrie (ohne Hypothekarkredite auf gewerblich genutzte Grundstücke).

Dezember 1969 - September 1971

Stand am Monats- bzw. Jahresende	Mio DM	Veränderung i.v.H.
Kredite insgesamt:		
1969 Dez.	71595	-
1970 März	74044	+ 3,42
Juni	79330	+ 7,13
Sept.	81711	+ 3,00
Dez.	83506	+ 2,19
1971 März	84158	+ 0,78
Juni	87377	+ 3,82
Sept.	90440	+ 3,50
Kurzfristige Kredite:		
1969 Dez.	39789	-
März	40873	+ 2,61
Juni	44647	+ 9,23
Sept.	45049	+ 0,90
Dez.	45940	+ 1,97
1971 März	45750	- 0,42
Juni	48045	+ 5,01
Sept.	48785	+ 1,54
Mittelfristige Kredite:		
1969 Dez.	99834	-
1970 März	10475	+ 6,51
Juni	11199	+ 6,91
Sept.	12475	+11,39
Dez.	12796	+ 2,57
1971 März	13261	+ 3,63
Juni	13232	- 0,28
Sept.	13826	- 4,49
Langfristige Kredite:		
1969 Dez.	21963	-
1970 März	22696	+ 3,33
Juni	23484	+ 2,24
Sept.	24187	+ 2,99
Dez.	24770	+ 2,41
1971 März	25147	+ 1,52
Juni	26100	+ 3,79
Sept.	27829	+ 6,62

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, diverse Jahrgänge, 1957-1969, Stat. Teil-eigene Berechnungen.

Literaturverzeichnis

=====

1. Bücher und Schriften

- | | |
|---|---|
| Aust, Eberhard | Der Wettbewerb in der Bankwirtschaft-
Grundzüge und Anregungen für eine
allgemeine Theorie.
Frankfurt a.M. 1963. |
| Beckmann, Liesel | Die betriebswirtschaftliche Finan-
zierung, zweite, durchgesehene Auflage,
Stuttgart 1956. |
| Committee on the
Working of the
Monetary System | Report, London 1959. |
| Bußmann, Karl | Das betriebswirtschaftliche Risiko,
Meisenheim am Glan 1955. |
| Commerzbank A.G. | Geschäftsbericht für das Jahr 1959. |
| Dieselbe | Rundum die Börse 1969, o.O., o.J. |
| Dieselbe | Rund um die Börse 1970, o.O., o.J. |
| Deutsche Bank A.G. | börsenbild 1969 und Anlagespiegel,
o.O., o.J. |
| Dieselbe | unveröffentlichtes Material. |
| Deutsche Bundesbank | Die währungspolitischen Institutionen
und Instrumente in der Bundesrepublik
Deutschland - Sonderdruck des Kapitels
"Bundesrepublik Deutschland" der von
EWG herausgegebenen Studie "Die
Währungspolitik in den Ländern der
Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft-
Institutionen und Instrumente-" o.O.,
o.J. |
| Dieselbe | unveröffentlichtes Material. |

Dieselbe	Geschäftsberichte, diverse Jahrgänge.
Dieselbe	Monatsberichte, diverse Jahrgänge.
Deutsche Gesellschaft für Anlagenberatung m.b.H.	Ertragsvergleich 1969-1971. Automobile-Chemie-Elektro-Maschinenbau-Stahl-Metallverarbeitung, o.O., 1972.
Dresdner Bank A.G.	Kapitalmarkt und Börse 1969, o.O., o.J.
Dieselbe	Kapitalmarkt und Börse 1970, o.O., o.J.
Dieselbe	Kapitalmarkt und Börse 1971, o.O., o.J.
Dieselbe	Wandelanleihen - Optionsanleihen, o.O., o.J.
Ehrlicher, Werner	Geldkapitalbildung und Realkapitalbildung, Tübingen 1956.
Engels, Wolfram	Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Diss. Köln 1961.
Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (Hrsg.)	Die währungspolitischen Instrumentarien in den Mitgliedsländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Brüssel 1962.
Everling, Wolfgang	Die Finanzierung der Unternehmung, Berlin 1965.
Fögen, Hermann	Geld und Währungsrecht, München 1969.
Furrer, Hansjakob	Probleme der Kreditgewährung beim Absatz in der Industrie und im Großhandel, Zürich 1967.
Gäfigen, Gérard	Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, Tübingen 1963.
Glöggler, Axel	Die Liquiditätstheorie des Geldes - Ein empirischer Test für die Bundesrepublik Deutschland. Mit einem Nachwort von Ernst Dürr, in: Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Band 19, herausgegeben von Egon Tuchtfeld, n2, Freiburg im Breisgau 1972.
Grosse, Howard D.	Management Policies for Commercial Banks, 2nd Printing, Englewood Cliffs/ New York 1963.

- Gutenberg, Erich Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958.
- Derselbe Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Erster Band, Die Produktion, 8./9.Auflage, Berlin/Göttingen/Heidelberg 1963.
- Derselbe Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Zweiter Band, Der Absatz, 11.Auflage, Berlin/Heidelberg/New York 1968.
- Derselbe Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, Die Finanzen, Berlin/Heidelberg/ New York 1969.
- Derselbe Untersuchungen über die Investitionsentscheidungen industrieller Unternehmungen, Köln/ Opladen 1959.
- Haberlandt, Karlheinz Das Wachstum der industriellen Unternehmung, Neuwied/ Berlin 1970.
- Hagenmüller, Karl Friedrich Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959.
- Derselbe Der Bankbetrieb, Bd.II, Aktivgeschäfte und Dienstleistungsgeschäfte, Wiesbaden 1964.
- Hagest, Karl Selbstfinanzierungen des Betriebes, Stuttgart 1952.
- Hahn, Oswald Banbetriebslehre, in Reihe Schaeffers Grundriß des Rechts und der Wirtschaft, Abteilung III: Wirtschaftswissenschaften, hrg.von H.G. Schachtschnabel, Bd. 85, Stuttgart/ Düsseldorf 1967.
- Derselbe Das Instrumentarium der Währungsbank, Heft I und II, Rückersdorf 1968. Heft III, Rückersdorf 1970.
- Derselbe Der Skonto in der Wirtschaftspraxis, Frankfurt/ Main 1962.
- Derselbe Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971.
- Hawtrey, R.G. Currency and Credit, London 1930.
- Heinen, Edmund Die Zielfunktion der Unternehmung, Sonderdruck aus: Zur Theorie der Unternehmung.Festschrift zum 65.Geburtstag von Erich Gutenberg, Wiesbaden, o.J.
- Derselbe Industriebetriebslehre, Wiesbaden 1962.
- Industriekreditbank A.G. Geschäftsbericht für das Jahr 1965/1966, Düsseldorf 1966.

- Kalveram, Wilhelm Die Prüfung der Kreditwürdigkeit, Berlin 1937.
- Katona, George Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer, Tübingen 1960.
- Knetschke, Klaus Die Zinsreagibilität der industriellen Investition, Diss. Köln 1962.
- Köhler, Claus Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1967.
- Krümmel, Hans-Jakob Bankzinsen- Untersuchungen über die Preispolitik der Universalbanken, in: Schriftenreihe Annales Universitatis Saravensis, Habilitationsschrift an der Universität des Saarlandes v.2. Juli 1963, Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1964.
- Küng, Emil Zahlungsbilanzpolitik, Zürich 1959.
- Lechner, Karl Betriebswirtschaftslehre- Einzelwirtschaftliche Grundfragen-, Wien 1967.
- Lipfert, Helmut Einführung in die Währungspolitik, München 1964.
- Derselbe Der Geldmarkt, in Reihe Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, herausgegeben von Ph.Möhring und Hch.Rittershausen, Bd.1; Dritte, erneut durchgesehene Auflage, Frankfurt/ Main 1964.
- Derselbe Optimale Unternehmensfinanzierung, Frankfurt a.M. 1967.
- Mitglieder der Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V., Bonn Die Lage der Weltwirtschaft und der westdeutschen Wirtschaft im Frühjahr 1971- Beurteilung der Wirtschaftslage, abgeschlossen in Essen am 29. April 1971, o.O., o.J.
- Morgan Guaranty Trust Company The financing of business with Eurodollars, revised edition, April 1969, New York 1969.
- Oberparleiter, Karl Funktionen und Risiken des Warenhandels, 2. Auflage, Wien 1965.
- Oettle, Karl Unternehmerische Finanzpolitik, -Elemente einer Theorie der Finanzpolitik in- industrieller Unternehmen-, Stuttgart 1966.

- Polak, N.J. Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, Berlin/ Wien 1926.
- Prion, W. Kapital und Betrieb, Leipzig 1929.
- Reinboth, Helmut Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1965.
- Richebächer, Kurt Börse und Kapitalmarkt, in Reihe Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, herausgegeben von Ph.Möhring und Hch. Rittershausen, Bd.8; vierte neubearbeitete Auflage, Frankfurt/Main 1971.
- Rittershausen, Heinrich Industrielle Finanzierungen -Systematische Darstellungen mit Fällen aus der Unternehmenspraxis-, Wiesbaden 1964.
- Derselbe Die Zentralnotenbank. Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt/ Main 1962.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Jahresgutachten 1967/1968- Stabilität im Wachstum, Stuttgart/ Mainz 1967.
- Derselbe Jahresgutachten 1971, Deutscher Bundestag, 6.Wahlperiode, Drucksache VI/2847.
- Sandig, Curt Betriebswirtschaftspolitik, 2.,völlig neu bearbeitete Auflage von Führung des Betriebes, Stuttgart 1966.
- Derselbe Finanzen und Finanzierung der Unternehmung, in Sammlung Poeschel, Betriebswirtschaftliche Studienbücher, begründet von Hans Seischab, Reihe II:Funktionslehren, Stuttgart 1968.
- Schmölders, Günter Geldpolitik, 2.,neu bearbeitete Auflage, Tübingen/ Zürich 1968.
- Schneider, Dieter Investition und Finanzierung, 2.,verbesserte Auflage, Opladen 1971.
- Schneider, Erich Einführung in die Wirtschaftstheorie, II.Teil, Wirtschaftspläne und wirtschaftliches Gleichgewicht in der Verkehrswirtschaft, 10.,verbesserte Auflage, Tübingen 1965.
- Derselbe Einführung in die Wirtschaftstheorie, III.Teil, Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung, 11.Verbesserte und erweiterte Auflage, Tübingen 1969.

- Schromm, Fritz Die Wesensbestimmung der bankbetrieblichen Liquidität und die Liquiditätsnormen im KWG, Diss. München 1963.
- Sellien, R. Der Kreditstatus als Mittel zur Beurteilung der objektiven Kreditfähigkeit von Groß- und Einzelhandelsbetrieben, Diss. Frankfurt a.M., o.J.
- Statistisches Bundesamt Wirtschaft und Statistik, diverse Jahrgänge.
- Dasselbe Statistische Monatszahlen, diverse Jahrgänge.
- Steinbrück, B. und Scholze, H. Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, Berlin 1956.
- Störrle, Winfried Der Marktzins in der unternehmerischen Investitionsentscheidung, Diss. Erlangen-Nürnberg, in: Betriebswirtschaftliche Schriften, Heft 38, Berlin 1970.
- Stucken, Rudolf Deutsche Geld- und Konjunkturpolitik 1914 - 1963, 3. Auflage, Tübingen 1964.
- Stützel, Wolfgang Bankpolitik- heute und morgen, 2. Auflage, Frankfurt am Main 1964.
- Surkamp, Hans Ulrich und Weissenfeld, Horst Wandelschuldverschreibungen, in Reihe Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, herausgegeben von Ph. Möhring und Hch. Rittershausen, Bd. 34, Frankfurt/Main 1966.
- Ugnade, Dieter Die Zulässigkeit der staatlichen Einflußnahme auf den primären Rentenmarkt, speziell im Hinblick auf § 795 BGB, in: Schriften des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, herausgegeben von Klemens Pleyer.
- Veit, Otto Grundriss der Währungspolitik, zweite, unveränderte Auflage, Frankfurt/ Main 1961.

Wieners, Klaus

Geldpolitik und Wirtschaftswachstum.
Die Wirkungen der restriktiven Geld-
politik auf das Wirtschaftswachstum
und seine Komponenten, in: Beiträge
zur Wirtschaftspolitik, Bd.19, heraus-
gegeben von Egon Tuchtfeld, Bd.11,
Freiburg im Breisgau 1969.

2. Aufsätze

- Bargen, Malte v.
und Waegner, Helmut Vertragsgestaltung bei Schuldscheindarlehen. Sonderdruck aus Versicherungs-
wirtschaft, Nr.1, 1963.
- Besters, Hans Konjunktursteuerung- Stabilität muß
nicht weh tun, in: Wirtschaftswoche,
1970, Nr.48, S.76 - 80.
- Bidlingmaier,
Johannes Unternehmerische Zielkonflikte und An-
sätze zu ihrer Lösung, in: ZFB, 38.Jg.
(1968), Heft 3, S. 149 - 176.
- Büschgen, Hans E. Schuldscheindarlehen als Mittel indus-
trieller Finanzierung, in: Bl.f.G., Nr.
17, 1965, S. 260 - 263, Nr.23, 1965, S.
347 - 349.
- Dertinger, Claus Schocktherapie der Bundesbank, in:
Die Welt, Nr. 152 v. 5. Juli 1971, S.7.
- Dürr, Ernst Prozeßpolitik, in: Kompendium der Volks-
wirtschaftslehre, Bd.2, herausgegeben
von Werner Ehrlicher, Ingeborg Esen-
wein-Rothe, Harald Jürgensen und Klaus
Rose, Göttingen 1968, S. 205 - 286.
- Derselbe Time-lags der Geldpolitik, Systematik
der Zusammenhänge, Ursachen und Ver-
kürzungsmöglichkeiten, in: Kredit und
Kapital, 3.Jg.(1970), S. 132 ff.
- Guth, Wilfried Finanzpolitik multinationaler Unternehmen,
in: ZfbF, N.F., 22.Jg.(1971), Heft 7, S.
457 - 468.
- Hagelstein, Bert Phänomen Eurodollarmarkt, in: Handels-
blatt, 26.Jg.(1971), Nr.82 v.29.April
1971, S.2.
- Hahn, Oswald Das Wesen der Finanzierung, in: Oswald
Hahn(Hrsg.), Handbuch der Unternehmens-
finanzierung, München 1971, S. 19 - 26.
- Derselbe Die Kapitalformen: Eigen- und Fremdfinan-
zierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch
der Unternehmensfinanzierung, München
1971, S. 27 - 62.

- Derselbe Die Kapitalquellen: Außen- und Innenfinanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 63 - 103.
- Derselbe Finanzierungssurrogate als Mittel der Kapitaleinsparung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 105-120.
- Derselbe Die Wahlkriterien finanzwirtschaftlicher Entscheidungen, in: Oswald Hahn (Hrsg.) Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 121 - 172.
- Derselbe Auslandsfinanzierung als Alternative, in: Oswald Hahn (Hrsg.) Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 417 - 437.
- Derselbe Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Unternehmer-Entscheidungen, in: Der Betrieb, 13.Jg., Heft 44, Nov.1960, S. 1253 - 1256.
- Derselbe Die Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Rentabilität der Universalbanken, in: Sparkasse, 84.Jg. (1967), Heft Nr.1, S.5-10; Heft Nr.2, S. 24-31.
- Derselbe Die Zinsempfindlichkeit der Kreditnehmer, in: Österreichisches Bankarchiv, 1967, Heft X, S. 390-414 ; Heft XI, S.430-439.
- Hax, Karl Industriebetrieb, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, 5.Band, Stuttgart/Tübingen/ Göttingen 1956, S. 243 - 256.
- Derselbe Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Köln und Opladen 1958.
- Heinen, Edmund;
Fahn, Engelbert und
Wegenast, Claudius Informationswirtschaft, in: Edmund Heinen (Hrsg.), Industriebetriebslehre, Wiesbaden 1972.
- Irmeler, Heinrich Die geldtheoretische und geldpolitische Konzeption der Bundesbank, Referat vor dem 1.Seminar über Geldtheorie und Geldpolitik an der Universität Konstanz, gehalten im Juni 1970, unveröffentlichtes Manuskript.

- Kareken, John Our Knowledge of Monetary Policy, in: AER, Vol. LI, No. 2 (May) 1961- Papers and Proceedings of the Seventythird Annual Meeting of the American Economic Association, St. Louis, December 28-30, 1960, S. 45 ff.
- Kleinewefers, Henner Die Politik der Deutschen Bundesbank in dem Konjunkturzyklus 1964 - 1968, in: Kredit und Kapital, 3. Jg. (1970), Heft 1, S. 31 - 81.
- Koch, Ernst Investitionspolitik wird nicht korrigiert, -Die Welt sprach mit Rolf Sammet, Vorsitzendem des Vorstandes der Farbwerke Hoechst A.G., in: Die Welt, Nr. 67 v. 20. März 1971, S. 14.
- Krause, Michael W. Die langfristige Finanzierung, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 643-691.
- Kühner, Max Bankkredit- Lieferantenkredit, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 605-614.
- Derselbe Die Emissionspolitik der Aktiengesellschaft, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 474 - 492.
- Leis, Josef Aspekte der Kreditentwicklung, in: Sparkasse, 84. Jg. (1967), Heft 15, 235f.
- Lipfert, Helmut Theorie der optimalen Unternehmensfinanzierung, in: ZfbF, N.F., 17. Jg. (1965), Heft 2/3, S. 58 - 77.
- Littich, Eleonore Die monetären und konjunkturellen Wirkungen des Restriktionskurses der Bundesbank von 1964 - 1966, in: Wirtschaftskonjunktur - Berichte des Instituts für Wirtschaftsforschung, München, 20. Jg. (1968), Heft 1, S. 43-48.
- Lutz, Friedrich A. The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy, in: AER, Vol. XXXV (1945), S. 811 - 830
- Merk, Claudio Zur Frage der Zinsempfindlichkeit der Investitionen, in: Zfg Stw., 114. Bd. (1958), S. 454 - 467.

- Müller, Heinz Die Bedeutung der time-lags für die Wirksamkeit der Geld- und Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: WWA, Bd. 100 (1968 I), S. 272 - 289.
- Müller-Haeseler, Wolfgang Den letzten Groschen ausgekehrt.- Der deutsche Kapitalmarkt ist für die Chemie Giganten zu eng-, in: Die Zeit, Nr. 39 vom 25. September 1970, S. 33.
- Preiser, Erich Investition und Zins, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 170 (1958), S. 100 - 135.
- Raettig, Lutz Finanzierung- Eigenkapital und Kreditwürdigkeit-, in: Wirtschaftswoche, Nr. 3, 1971, S. 29 - 34.
- Scherrer, Gerhard Die Bestimmung optimaler Gewinnausweisstrategien, in: ZfB, 43. Jg. (1973), Nr. 2, S. 77 - 92.
- Segré, Claudio The Supply of Finance and the Theory of Investment of the Firm, in: Economia Internazionale, Vol. X (1957), S. 681-708.
- Shackle, G.L.S. Interest-Rates and the Pace of Investment, in: The Economic Journal, Vol. LVI (1964), S. 1- 17.
- Smith, Warren L. On the Effectiveness of Monetary-Policy, in: AER, Vol. XLVI (1956), S. 588 - 606.
- Spiethoff, Bodo Die Wechselwirkung von Geld- und Kapitalmarktzinsen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1953, 5. Heft, S. 138-139.
- Störrle, Winfried Die Finanzierungsanlässe, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 181 - 198.
- Derselbe Eigen- oder Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Mischformen, in: Oswald Hahn (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensfinanzierung, München 1971, S. 377-415.
- Tichy, Bruno Die Zinsempfindlichkeit der Unternehmung, in: Österreichisches Bankarchiv, 18. Jg. (1970), Heft XII, S. 419 - 434.
- Trautmann, Walter Die Liquidität schwindet dahin, in: Der Volkswirt, 19. Jg. (1965), Heft 38, S. 2142.

- Willecke,
Franz-Ulrich Betrachtungen zur Unvollkommenheit
des Kreditmarktes, in: Jahrbücher
für Nationalökonomie und Statistik,
Bd. 167 (1955), S. 65 - 81.
- Willms, Manfred Der Transmissionsmechanismus der Geld-
politik, in: WiSt, 1.Jg.(1972), Heft 10,
S. 442.
- Statistisches
Bundesamt Bilanzen 1958 und 1959 von Aktiengesell-
schaften der Industrie, in WiSta, Jg.
1960(Heft 11), S. 564 - 567
- Dasselbe Bilanzen und Brutto-Erfolgsrechnungen
1960 von Aktiengesellschaften der In-
dustrie, in:WiSta, Jg.1961, (Heft 11),
S. 617- 621.
- Dasselbe Bilanzen und Erfolgsrechnungen 1964
von Aktiengesellschaften der Industrie,
in WiSta, Jg. 1965 (Heft 11), S.737-740.
- Dasselbe Bilanzen und Erfolgsrechnungen 1965 von
Aktiengesellschaften der Industrie, in:
WiSta, Jg. 1966 (Heft 12), S.776 - 779.
- Dasselbe Bilanzen und Erfolgsrechnungen 1966 von
Aktiengesellschaften der Industrie, in:
WiSta, Jg.1967 (Heft 11), S.641 - 644.
- Dasselbe Jahresabschlüsse von Aktiengesellschaften
der Industrie für 1968 und 1969, in:
WiSta, Jg. 1970 (Heft 11), S.559 - 562.
- Dasselbe Jahresabschlüsse von Aktiengesellschaften
der Industrie für 1969 und 1970, in:
WiSta, Jg.1971 (Heft 11), S. 691-694.
- Dasselbe Jahresabschlüsse von Aktiengesellschaften
der Industrie für 1970 und 1971, in:
WiSta, Jg.1972 (Heft 12), S.690 - 693.
- NN Bei der HOAG war "immer Schönwetter", in:
Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.10 v.
13./14. Januar 1961, S.7.
- NN AEG-Abschreibungen finanzierten die
Investitionen, in: Handelsblatt, 16. Jg.
(1961), Nr.34 v. 17./18. Februar 1961, S.8.
- NN Gesenkschmieden rationalisieren mit Er-
folg, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.
17 v. 24.Januar 1961, S.4.

- NN Stahlbau-Industrie buchte höhere Aufträge, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 20 v.27./28. Januar 1961, S. 7.
- NN Hohe Zuwachsraten bei der Niederrheinische Hütte, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 20 v. 27./28. Januar 1961, S. 9.
- NN DEW ist wieder investitionsfreudiger, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 25 v. 3./4. Februar 1961, S.8.
- NN Siemens spürt den Segen der Vollausschüttung, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 29 v.9.Februar 1961, S.6.
- NN Baumwollspinner haben Aufträge für sechs Monate, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.53 v.16. März 1961, S.6.
- NN 2,5 Mrd.DM Elektro-Aufträge aus dem Ausland, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 58 v. 23.März 1961, S.6.
- NN Drahterzeugung erreichte neuen Höchststand, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.60 v.27.März 1961, S.6.
- NN Bayer hält hohes Investitionstempo bei, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.72 v.14./15. April 1961, S.9.
- NN BASF denkt an die weitere Zukunft, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.77 v. 21./22.April 1961, S.8.
- NN Warum blieb der Montanzug stehen, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.77 v. 21./22.April 1961, S.10.
- NN Cassella steigerte Umsatz um 12% auf 95 Mill.DM, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.82 v. 28./29. April 1961, S.11.
- NN Goldschmidt verstärkt den Ausbau der Werke, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.84 v.3.Mai 1961, S.6.
- NN BASF muß hohes Investitionsniveau halten, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.95 v. 19./20. Mai 1965, S.8.

- NN Eschweiler Berg hat sich gut behauptet, in Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.95 v. 19./20. Mai 1961, S.10.
- NN Salzgitter will seine Kapitaldecke erweitern, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr.98 v. 25.Mai 1961, S.6.
- NN Weiterhin hohe Ertragskraft des Volkswagenwerks, in: Handelsblatt, 16. Jg. (1961), Nr. 98 v. 25. Mai 1961, S.7.
- NN Stahl Bochum kehrt zu Otto Wolff zurück, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961),Nr. 100 v. 29. Mai 1961, S.6.
- NN Die Preußag hatte ihr bisher bestes Jahr, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.101 v. 30.Mai 1961, S.6.
- NN Schering an der 200-Mill.-Marke, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.104 v. 5.Juni 1961, S.6.
- NN Pfaff-Gruppe wird kräftiger und konsolidierter, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 105 v. 6.Juni 1961, S.9.
- NN Rheinstahl hat noch große Pläne, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr. 108 v. 9./10. Juni 1961, S.6.
- NN Phrix segelte mit der Chemiefaser-Konjunktur, in: Handelsblatt, 16.Jg.(1961), Nr.118 v. 23./24.Juni 1961, S.10.
- NN Hoechst erwartet einen guten Ertrag, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.7 v. 12.Januar 1966, S.9.
- NN BASF will in diesem Jahr 1,2 Mrd. investieren, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.24 v. 4./5.Februar 1966, S.9.
- NN Die Siemens-Erträge reiften langsamer, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.26 v. 8. Februar 1966, S.9.
- NN Auch nach Investitionsgütern ließ die Nachfrage nicht nach, in: Handelsblatt, 21.Jg. (1966), Nr.35 v.21.Februar 1966, S.6.

- NN Hüls macht keine Abstriche bei den Investitionen, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 35 v. 21. Februar 1966, S. 6.
- NN Thyssen: 17 DM Gewinn je Aktie, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 44 v. 4./5. März 1966, S. 7.
- NN DEW brachten nicht viel ein, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 48 v. 10. März 1966, S. 9.
- NN Degussa in weiterem Aufschwung, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 49 v. 11./12. März 1966, S. 12.
- NN Das Stahl-Dreiergespann formiert sich, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 51 v. 15. März 1966, S. 9.
- NN Siemens frühestens 1967 am Kapitalmarkt, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 52 v. 16. März 1966, S. 8.
- NN Die Kapitalerhöhung des VW-Werkes wird in zwei Etappen abgewickelt, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 58 v. 24. März 1966, S. 9.
- NN Abs warnt vor dem Eurogeldmarkt, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 62 v. 30. März 1966, S. 23.
- NN Wer heiratet die HOAG ?, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 68 v. 7./8. April 1966, S. 14.
- NN Bayer hat etwas weniger verdient, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 70 v. 13. April 1966, S. 7.
- NN Führungswechsel im Dividendenrennen, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 72 v. 15./16. April 1966, S. 10.
- NN Auto Union-Verlust drückte VW-Ergebnis, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 84 v. 3. Mai 1966, S. 7.
- NN Salzdetfurth setzte auf Übersee, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 94 v. 17. Mai 1966, S. 9.
- NN Die DEA pfiff nicht auf dem letzten Loch, in: Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 99 v. 25. Mai 1966, S. 11.

- NN Linde hatte es 1965 merklich schwerer, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.96 v.20./21. Mai 1966, S.12.
- NN Bayer will noch mehr automatisieren, in: Handelsblatt, 21.Jg. (1966), Nr.96 v.20./21.Mai 1966, S.11.
- NN Waldhof hofft auf die Zukunft, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.98 v.24.Mai 1966, S.7.
- NN Rheinstahl-Dividende"nicht ganz verdient", in:Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.101 v. 27./28.Mai 1966, S.11.
- NN Kali-Chemie hat gut verdient,in:Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.101 v.27./28.Mai 1966, S.12.
- NN Leicht getrübler Glanz auf der Glanzstoff-Bilanz, in:Handelsblatt, 21. Jg. (1966), Nr. 100 v. 26. Mai 1966,S. 12.
- NN Auf dem Höhepunkt der Restriktionsphase, in:Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.102 v. 31.Mai 1966, S.4.
- NN DLW verbreitert die Produktionsbasis,in: in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966),Nr.102 v. 31.Mai 1966, S.10.
- NN Drei Demag-Töchter tanzten aus der Reihe, in:Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.104,v. 2. Juni 1966, S.9.
- NN Ford hält hohen Investitionsaufwand bei, in:Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.108 v. 8.Juni 1966, S.11.
- NN Mannesmann schloß schlechter ab, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.109 v. 10./11. Juni 1966, S.12.
- NN Auch bei Dyckerhoff Rekordinvestitionen, in: Handelsblatt, 21.Jg.(1966), Nr.118 v. 24./25. Juni 1966, S.13.
- NN Babcock liebt die Vielseitigkeit,in: Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr.34 v. 16.Februar 1967, S.7.
- NN Degussa mit halbierter Zuwachsrate, in: Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr.55 v. 17./18.Februar 1967, S.9.

- NN HOAG vertraut auf sich selbst, in:
Handelsblatt, 22.Jg.(1967), Nr.66
v.5.April 1967, S.7.
- NN SEL paßte sich der Marktveränderung
an, in:Handelsblatt, 22.Jg.(1967),
Nr.68 v.7./8.April 1967, S.11.
- NN Siemens verheißt kleines aber feines
Wachstum, in: Handelsblatt, 23.Jg.
(1968), Nr.29 v.9./10.Februar 1968,
S.9.
- NN Babcock ließ den Dampf aus den Kosten
ab,in: Handelsblatt, 23.Jg.(1968),
Nr.33 v.15.Februar 1968, S.9.
- NN Sohl: Kein Anlaß, übermütig zu werden,
in:Handelsblatt, 23.Jg.(1968), Nr.49
v. 8./9.März 1968,S.9.
- NN Olympia erlebte einen Herbstboom, in:
Handelsblatt, 23.Jg.(1968), Nr.66 v.
2. April 1968, S.9.
- NN Bayer wird immer ertragsstärker, in:
Handelsblatt, 23.Jg.(1968), Nr.77,S.10.
- NN Degussa wird den Humor nicht verlieren,
in:Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.61
v. 27.März 1969, S.9.
- NN Dillinger auf der Investitionswelle,in:
Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.62 v.
28./29. März 1969, S.11.
- NN Klöckner stärkt für die Zukunft, in:
Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.62 v.
28./29. März 1969, S.9.
- NN VW drückt auf das Investitionspedal, in:
Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.
80 v.25./26. April 1969, S.15.
- NN BASF-Vorstand "weiter steil aufwärts",
in: Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.80
v.25./26. April 1969, S.17.
- NN Glanzstoff hat 50 DM pro Aktie verdient,
in:Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.87 v.
7.Mai 1969, S.9.

- NN Hanomag-Henschel plant Ausbau, in: Handelsblatt, 24.Jg.(1969), Nr.108 v. 10.Juni 1969, S.11.
- NN Agfa-Gaevert überwand die Kostenflut, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971) Nr.70 v. 13.4.1971, S.11.
- NN BASF sprang in neue Größenklasse, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.74 v. 17./18.April 1970, S.11.
- NN Der Elektro-Boom ebbt allmählich ab, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.78 v. 23. April 1970, S.9.
- NN Olympia geht verstärkt in die Datentechnik, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.76 v.21.April 1970, S.10.
- NN Hoechst heizt Investitions-Retorte stärker ein, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.80 v. 27.April 1970, S.9.
- NN Bayer plant 9,6Mrd.DM Investitionen, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.81 v. 28.April 1970, S.9.
- NN AEG-Telefunken müht sich redlich, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.87 v. 8./9. Mai 1970, S.8.
- NN Conti Gummi pocht auf Souveränität, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.93 v. 19.Mai 1970, S.11.
- NN Ilseder Hütte verdiente wie noch nie, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.98, v.26. Mai 1970, S.9.
- NN Rheinstahl auf dem Weg nach oben, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.105 v. 5./6. Juni 1970, S.9.
- NN Vom Mannesmann-Gewinn 60% verteilt, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.107 v. 9. Juni 1970, S.9.
- NN AG "Weser" ist auf gutem Wege, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.109 v. 11. Juni 1970, S.7.
- NN Farbwerke Hoechst wollen 1 Mrd.DM in Bayern investieren, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr.112 v.16.Juni 1970, S.7.

- NN Hüls ist ein gut verdienender Konzern, in: Handelsblatt, 25.Jg.(1970), Nr. 116 v. 23.Juni 1970, S.9.
- NN Deutsche Industrie pumpte wieder im Ausland, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 23 v. 3.Februar 1971, S. 17.
- NN Investitionsneigung zeigt keinen Einbruch, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.31 v.15.Februar 1971, S. 1 u.4.
- NN RWE investierte mehr als 6 Mrd DM, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.40 v. 26./27. Februar 1971, S. 15.
- NN Deutsche Wirtschaft finanzierte sich verstärkt im Ausland, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.41 v. 1.März 1971, S.15.
- NN Starker Gewinneinbruch bei Bayer, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.41 v. 1.März 1971, S. 11.
- NN Thyssen tritt mit Investitionen kürzer, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 50 v. 12./13. März 1971, S.11.
- NN Auch Klöckner hat es schwer, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.57 v. 23. März 1971, S.7.
- NN MG verstärkt die Investitionen, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 67 v. 6.April 1971, S.7.
- NN Die BASF fühlt sich den Aktionären besonders verpflichtet, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.69 v.8.April 1971, S.17.
- NN Deutsche Bank: Zwischen 10 und 15 Mrd. Umschuldungsbedarf, in: Handelsblatt 26.Jg.(1971), Nr. 69 v.8.April 1971, S. 29.
- NN Deutsche Bank zeigt sich mit 1970 relativ zufrieden, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 69 v.8.April 1971, S.9.
- NN Hoesch: Nahe Zukunft nicht rosig, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr.73 v. 16./17. April 1971, S.11.
- NN Hoechst bestätigt erhebliche Dividendenkürzung für dieses Jahr, in: Handelsblatt, 26. Jg.(1971), Nr.78 v. 23./24. April 1971, S.13.

- NN VW gibt bei Investitionen Vollgas, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 83 v. 30.April/1.Mai 1971, S. 11.
- NN BBC-Kapazitäten waren 1970 weitgehend überlastet, in: Handelsblatt. 26.Jg. (1971), Nr.104 v.2. Juni 1971, S. 12.
- NN Bosch-Zünder: Nur schwache Ertragsfunken, in: Handelsblatt, 26.Jg.(1971), Nr. 108 v.8.Juni 1971, S. 8.
- NN "Euromarkt wurde Ersatznotenbank", in: Die Welt, Nr. 259 v. 6.November 1970, S. 14.
- NN Auslandsschulden nicht gefährlich, in: Die Welt, Nr. 280 v. 2. Dezember 1970, S. 13.
- NN Wenig Freude für Aktionäre, in: Die Welt, Nr. 290 v. 14.Dezember 1970,S.12.
- NN Auslandskredite an deutsche Unternehmen erschweren Restriktionskurs, in: Die Welt, Nr. 254 v. 31.Oktober 1971, S.13.
- NN Banken erwarten größere Geldimporte,in: Die Welt, Nr. 18 v. 22. Januar 1971,S.11.
- NN Geldvolumen stark gestiegen, in: Die Welt, Nr. 72 v. 26. März 1971, S.13.
- NN Diskontsenkung kein Konjunktursignal. Bundesbank will Devisenstrom drosseln, in: Die Welt, Nr.77 v. 1.April 1971,S.11.
- NN Kredite - Kurze Fristen gefragt, in: Volkswirt, 19.Jg.(1965), Heft 37,S.2074f.
- NN Grossbanken -Kreditstarke erste Halbzeit,in: Volkswirt, 20.Jg.(1966), Heft 31, S. 1516 f.
- NN Das Geheimnis der Warrants, in: Der Volkswirt, 24. Jg.(1970), Heft 34, S. 55 f.
- NN 20 Jahre Konjunkturpolitik. Fünfmal Boom, einmal Rezession, in: Wirtschaftswoche, 24 Jg.(1970), Heft 49, S. 19 f.
- NN Deutsche Chemie - Renommier Branche in der Klemme, in: Wirtschaftswoche, 25. Jg.(1971), Heft 9 , S. 26 f.

NN

Unternehmensfinanzierung - Thesen zur
Kapitalstruktur, in: Wirtschaftswoche,
26.Jg.(1972), Heft Nr.2 v. 14.Januar
1971, S. 22 - 26.

3. Abkommen, Gesetzestexte, Verordnungen.

Aktiengesetz vom 6.September 1965 (BGBI. I, S.1089).

Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26.Juli 1957
(BGBI.I, S. 745) mit allen späteren Änderungen.

Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961
(BGBI. I, S.881).

Bundesminister für Wirtschaft: Runderlaß Nr. 60/ 58
vom 29. Dezember 1958.

Verordnung über Bedingungen, zu denen Kreditinstitute
Kredite gewähren und Einlagen entgegennehmen dürfen
(Zinsverordnung), BGBI. I, S.33, § 22.

Deutsche Bundesbank: Mitteilung Nr. 7043/ 58 vom 29.
Dezember 1958.

Abkommen über die Festsetzung von Höchstsätzen für herein-
genommene Gelder (Habenzinsabkommen) vom 22.Dezember 1936
(RAnz. Nr. 299).

Abkommen über die Berechnung der Zins- und Provisionssätze
Bei der Weitergabe von Geldern an Dritte (Sollzinsabkommen)
vom 22. Dezember 1936 (RAnz. Nr. 299).

Eidesstattliche Erklärung :

Hiermit erkläre ich an Eides statt, daß ich die vorliegende Dissertation selbstständig und ohne fremde Hilfe verfaßt, andere als die von mir angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und die den benutzten Werken wörtlich oder⁸ sinn- gemäß entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe.

Hamburg, den 14. Januar 1974

Lebenslauf

=====

Am 27. Mai 1938 in Neustadt/ Holstein als Sohn des Facharztes Dr.Rolf M. Bestmann und seiner Ehefrau Dorothea, geb. Noack, geboren.

Besuch der Volksschule in Neustadt ab Herbst 1944. Ab Winter 1946 Besuch der Volksschule in Hamburg.

Von 1952 bis Herbst 1954 Besuch der Staatlichen Oberschule St.Peter-Ording.

Danach bis Frühjahr 1957 Besuch der Oberschule in Hamburg. Eine kaufmännische Lehre, die ich im Dezember 1957 begonnen hatte, musste ich nach einigen Monaten wegen Krankheit abbrechen.Während der folgenden Zeit konnte ich nicht arbeiten.

Nach selbstständiger Vorbereitung auf das Abitur habe ich die Reifeprüfung als Externer an der Albert-Schweitzer-Schule am 15. März 1962 in Kassel abgelegt.

Vom 1.4.1962 - 30.9.1963 Tätigkeit bei der Allianz-Versicherungs-A.G. in Hannover.

Beginn des Studiums der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Hamburg mit dem WS 1963/1964. Fortsetzung des Studiums an der Universität Erlangen-Nürnberg mit dem SS 1967. Abschluß des Studiums mit bestandener Prüfung zum Diplom-Kaufmann im WS 1969.

In der Zeit vom 15.November 1969 - 15.April 1970 Tätigkeit als freier Mitarbeiter der Wirtschaftswerbung Gruppe 3 GmbH Ulm/München.

Vom 1. Mai 1970 - 30.September 1971 Mitarbeiter der Hamburg-Mannheimer Versicherungs-A.G. in Hamburg.

Vom 1.10.1971 - 31.10.1973 Mitarbeiter von Herrn Professor Dr. W.Freiherr Stromer v.Reichenbach an der Universität Erlangen-Nürnberg.

Ab 1.11.1973 Mitarbeiter der Hamburg-Mannheimer Versicherungs-A.G. in Hamburg.

Hamburg, den 14. Januar 1974

